

INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO

ESCOLA SUPERIOR DE ESTUDOS INDUSTRIAIS E DE GESTÃO

Mestrado em Finanças Empresariais

Marsília da Conceição Gomes São Roque

Utilização de Produtos Derivados para Cobertura do Risco:

O Caso das Maiores Empresas Portuguesas

2015

Instituto Politécnico do Porto
Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão

Marsília da Conceição Gomes São Roque

**Utilização de Produtos Derivados para Cobertura do Risco:
O Caso das Maiores Empresas Portuguesas**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Finanças Empresariais
Orientação: Doutor Armando Silva

Vila do Conde, Janeiro de 2015

Marsília da Conceição Gomes São Roque

**Utilização de Produtos Derivados para Cobertura do Risco:
O Caso das Maiores Empresas Portuguesas**

Membros do Júri

Presidente

Professora Doutora Maria da Conceição Castro Sousa Nunes
Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão – Instituto Politécnico do Porto

Professor Doutor Armando Mendes Jorge Nogueira da Silva
Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão – Instituto Politécnico do Porto

Professor Doutor Carlos Filipe Magalhães Bastos da Mota
Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto - Instituto Politécnico do
Porto

Vila do Conde, Janeiro de 2015

AGRADECIMENTOS

A realização desta dissertação só foi possível graças à colaboração e contributo, de forma direta e indireta, de várias pessoas às quais não posso deixar de dedicar algumas palavras de reconhecimento.

Ao Doutor Armando Silva, agradeço a orientação e apoio bem como a disponibilidade que sempre demonstrou ao longo deste projeto.

Às minhas Amigas, Marta e Sílvia pelo apoio moral e incondicional.

À minha família, especialmente ao meu marido por nunca me ter deixado desistir, ao meu filho que soube entender as horas roubadas às nossas brincadeiras e aos meus pais, por sempre me incentivarem a fazer mais e melhor e por me ensinarem a acreditar que tudo é possível, basta trabalhar para isso. A eles, dedico todo este trabalho.

RESUMO

Com este trabalho pretende-se efetuar um estudo acerca do uso de produtos derivados pelas maiores empresas nacionais através da aplicação de um questionário às 1000 maiores empresas nacionais com base no seu volume de negócios em 2012.

Com os dados recolhidos neste questionário, foi possível determinar que 28% das empresas respondentes utilizam produtos derivados na gestão do risco das suas variadas exposições. Das empresas que responderam negativamente, 27% justificaram a não utilização com o facto de não terem exposição suficiente e 23% indicaram que efetuam a cobertura das suas exposições utilizando outros instrumentos e métodos não especificados.

De uma forma geral, os *Swaps* de taxas de juro são os instrumentos derivados mais utilizados pelas empresas nacionais e o objetivo principal que visam cumprir com a utilização destes instrumentos é a gestão do risco decorrente da exposição às taxas de juro.

Palavras-chave: Gestão do Risco; Instrumentos Financeiros Derivados; Risco Financeiro; *Hedging*

ABSTRACT

With this paper we intend to study the usage of derivatives by the biggest portuguese companies by applying a questionnaire to the 1000 biggest national companies listed in 2012 by the level of sales.

With the data gathered through this questionnaire, we were able to determine that 28% of the surveyed companies use derivatives when managing their risk exposures; meanwhile, 27% of the companies that indicated they do not use derivatives justified this fact stating their exposures are not significant enough to warrant the usage of those instruments and 23% stated that they manage their risk exposures using other non specified instruments and methods.

In general, *Swaps* are the most commonly used derivatives by national companies and the main goal these companies aim to accomplish through the usage of these instruments is to manage the risk from their exposure to interest rates.

Keywords: Risk Management; Financial Derivatives; Financial Risk; *Hedging*

SUMÁRIO

Agradecimentos.....	iv
Resumo	v
Abstract	vi
Glossário	viii
Lista de ilustrações.....	x
Lista de tabelas	xi
0 - Introdução	8
Capítulo Um - Revisão da Literatura	10
1. Gestão do risco na teoria	10
2. Gestão de risco na prática empresarial.....	18
3. Gestão do risco e valor empresarial.....	22
Capítulo Dois - Estudo Empírico.....	28
4. Amostra e questionário	28
5. Apresentação dos resultados do questionário	30
6. Análise estatística	43
6.1. Correlação entre o processo de tomada de decisão e o tipo de derivados utilizados	43
6.2. Correlação entre os objetivos da cobertura de risco e o tipo de derivados utilizados	44
Conclusão.....	47
Referências bibliográficas.....	49
Anexos	52
Anexo A – Questionário	52

GLOSSÁRIO

Exchange Traded Futures – Um contrato de futuros é um contrato negociável, efetuado num mercado organizado, em que uma das partes (comprador) se obriga a comprar à outra (vendedor), a um preço acordado, um determinado ativo, em quantidades e qualidades normalizadas, numa dada data, e num local pré-estabelecido.

Exchange Traded Options – O contrato de opção é um contrato que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar (*call option*) ou de vender (*put option*) um determinado ativo, numa dada quantidade, a um preço pré-determinado (preço de exercício) e num determinado período ou numa data futura. São negociados em bolsa e intermediados por uma câmara de compensação (*clearing house*).

Forwards OTC – Um contrato de *forwards* é um contrato negociável, em que uma das partes (comprador) se obriga a comprar à outra (vendedor), a um preço acordado, um determinado ativo, em quantidades e qualidades normalizadas, numa dada data, e num local pré-estabelecido. O facto de ser OTC (*over the counter*) significa que estes contratos não são negociados em Bolsa e não são intermediados por uma câmara de compensação (*clearing house*).

OTC Options - O contrato de opção é um contrato que confere ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar (*call option*) ou de vender (*put option*) um determinado ativo, numa dada quantidade, a um preço pré-determinado (preço de exercício) e num determinado período ou numa data futura. O facto de ser OTC (*over the counter*) significa que estes contratos não são negociados em Bolsa e não são intermediados por uma câmara de compensação (*clearing house*).

Produtos Derivados/Instrumentos Financeiros Derivados – contrato ou acordo entre duas entidades. Representa uma promessa ou um acordo de transferência da posse do bem subjacente por um preço específico no local e data especificados no contrato.

Swaps – Um *swap* é um acordo entre dois ou mais intervenientes que aceitam trocar sequências de *cash-flows* num período de tempo no futuro. As partes que

acordam fazer a troca denominam-se contrapartes. Os *swaps* podem ser: cambiais, de taxas de juro, de obrigações e de ações.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Caracterização das empresas respondentes	30
Quadro 1 - Respostas por setor de atividade	31
Gráfico 2 - Motivos para a não utilização de instrumentos financeiros.....	32
Gráfico 3 - Instrumentos derivados utilizados pelas empresas.....	34
Gráfico 4 - Instrumentos utilizados por tipo de exposição	34
Gráfico 5 - Objetivos para a utilização de instrumentos financeiros	36
Gráfico 6 - Motivação para a utilização dos instrumentos financeiros	37
Gráfico 7 - Importância dos objetivos da gestão do risco	38
Gráfico 8 - Preocupações com a utilização de instrumentos financeiros.....	39
Gráfico 9 - <i>Default</i> devido a um contrato de derivados.....	40
Gráfico 10 - Utilização de software para calcular os custos de instrumentos derivados	42
Gráfico 11 - Periodicidade do <i>report</i> da atividade de derivados	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Matriz da Correlação de Pearson entre as variáveis: processo de tomada de decisão e tipo de derivados utilizados	43
Tabela 2 – Matriz da Correlação de Pearson entre as variáveis: objetivos da cobertura de risco e instrumentos utilizados.....	45

LISTA DE SIGLAS

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CMVM – Comissão de Mercados de Valores Mobiliários

ERM – Enterprise Risk Management

FCD'S – Foreign Currency Derivatives (derivados cambiais)

FX – Foreign Exchange

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

0 - INTRODUÇÃO

Tal como sugerido pela teoria financeira, a gestão do risco empresarial tem o potencial de aumentar o valor empresarial sempre que existam imperfeições nos mercados. De forma abrangente, pode considerar-se a gestão do risco como um conjunto de atividades e métodos coordenados, utilizados por uma organização no sentido de controlar e reduzir qualquer risco que possa afetar a sua capacidade de atingir os objetivos que definiu. O principal objetivo da gestão do risco é a diminuição dos efeitos negativos dos riscos a que a organização está exposta, o que é feito através do reconhecimento e da gestão das ameaças, no sentido de prevenir potenciais perdas e aumentar o poder de resposta das organizações.

A literatura defende que o receio de potenciais constrangimentos financeiros torna as empresas avessas ao risco e, sendo assim, uma vez que as pequenas empresas enfrentam uma maior probabilidade de sofrer problemas financeiros, estas teriam na teoria uma maior necessidade de gerir o risco (Rampini, Sufi e Viswanathan, 2014). Apesar disto, os estudos empíricos apontam uma outra vertente, uma vez que sugerem que as empresas de maiores dimensões utilizam em maior escala a gestão do risco quando comparadas com empresas de menores dimensões (Stulz, 2000).

É de referir que quer no presente estudo, quer em outros estudos empíricos aqui abordados, a forma de aferir em que medida as empresas fazem gestão do risco, passa por efetuar uma relação direta entre a gestão do risco e a utilização de produtos derivados para esse efeito, visto que estes são a parte visível e passível de estudo desta mesma gestão, apesar de ficar patente que a gestão do risco é uma atividade abrangente que envolve várias componentes, sendo apenas uma delas a utilização dos referidos instrumentos.

Diversos estudos foram realizados no sentido de determinar o nível de utilização de instrumentos derivados pelas empresas em diversos países e neste trabalho analisamos aqueles que consideramos mais relevantes, como os de Nance et al. (1993), Géczy, Minton e Schrand (1997), Allayannis (2001) e Bodnar et al. (1995). No entanto, no caso das empresas nacionais apenas um estudo de relevo foi efetuado por Silva e Dias em 2000, pelo que consideramos uma mais-valia não só

efetuar um novo estudo com informação mais recente, mas também aprofundar o mesmo utilizando para isso um universo de empresas mais alargado.

Sendo claro, através da revisão da literatura teórica e dos estudos empíricos abordados que as empresas de maiores dimensões recorrem com mais frequência aos derivados do que as empresas de menores dimensões, pretendemos com este estudo analisar os determinantes do uso dos referidos instrumentos por algumas das maiores empresas nacionais, bem como as razões para o não uso por parte de outras. Neste sentido, partindo das 1000 maiores empresas nacionais, com base no seu volume de negócios em 2012, enviamos a estas um questionário que foi adaptado ao questionário utilizado por Bodnar et al. (1995) denominado *Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms*.

Este trabalho organiza-se em duas divisões principais: a Revisão da Literatura e o Estudo Empírico. Na Revisão da Literatura abordamos o estado da arte sobre a temática da gestão do risco, este tema é apresentado sob a perspetiva teórica sendo exploradas as teorias mais relevantes na área, a aplicação desta temática na prática empresarial, e a relação entre a aplicação da gestão do risco e o potencial aumento do valor empresarial. No estudo empírico apresenta-se o questionário efetuado e os dados recolhidos e efetua-se uma análise estatística no sentido de tornar o estudo mais abrangente. Por fim, na conclusão, apresentam-se as principais conclusões e pistas para investigações futuras.

CAPÍTULO UM - REVISÃO DA LITERATURA

1. GESTÃO DO RISCO NA TEORIA

O termo risco deriva do italiano antigo, da palavra *risicare* que significa atrever-se. Neste sentido, risco é uma escolha e não um destino. As ações que nos atrevemos a tomar, que dependem da nossa liberdade para fazer escolhas, são a essência da história do risco (Bernstein, 1996). Segundo Damodaran (2008), o risco está presente e faz parte de qualquer empreendimento humano. Ao longo do dia estamos expostos ao risco e este apresenta-se das mais variadas formas. Alguns dos riscos com que nos deparamos não são voluntários, mas há outros que procuramos propositadamente porque deles advém algum tipo de recompensa, e grande parte das vezes, esta recompensa é apenas o prazer de ultrapassar dificuldades e desafiar limites. Em linguagem coloquial, a palavra risco refere-se à possibilidade de um acontecimento indesejável acontecer. Os termos essenciais nesta definição são “possibilidade” e “indesejável”(Porthin, 2004).

Contudo, no caso específico da área financeira e económica, o risco é definido em termos de variação do retorno de um investimento com relação ao retorno esperado (Knight, 1921). Também Williams et al. (Cit. por Porthin, 2004, p. 2) definem o risco como uma potencial variação nos resultados. Esta variação pode ser positiva (risco positivo ou favorável) ou negativa (risco negativo ou desfavorável). Pinho e Soares (2008) referem que em contexto económico-financeiro, o risco se traduz pela variância ou o desvio padrão da distribuição da taxa de rentabilidade associada a um título ou carteira de títulos.

A capacidade de gerir o risco e, associado a esta capacidade, a apetência para a tomada de risco e fazer escolhas futuras, são elementos chave que impulsionam o sistema económico.

Os Seres Humanos são por natureza avessos ao risco, apesar de por vezes agirem de forma inversa quando confrontados com a incerteza. As ferramentas de avaliação do risco tornaram-se mais sofisticadas, acompanhando a evolução do próprio risco que se multiplicou e tornou mais complexo. O que separa o sucesso do fracasso é a capacidade de ser sensato na escolha dos riscos a evitar e nos que se pretende explorar (Damodaran, 2008).

Tal como afirma Stulz (2000), referindo-se ao paradigma de Modigliani e Miller, numa economia sem qualquer tipo de atrito, a gestão do risco é uma atividade sem qualquer utilidade. Os *shareholders* podem ajustar o perfil de risco dos seus *portfolios* através da diversificação ou alteração dos seus bens e as empresas saudáveis, que sofrem choques imprevistos, podem sempre recorrer aos mercados financeiros para financiamento. Portanto, o único motivo pelo qual uma empresa deveria gerir os riscos financeiros é porque ao fazê-lo os seus donos e *shareholders* teriam uma situação melhor (Stulz, 2000).

Os riscos a que a empresa está exposta podem e devem ser geridos no sentido de reduzir a probabilidade e o impacto de eventuais perdas e custos bem como, simultaneamente, aumentar a probabilidade de retorno em áreas de risco. A maioria das organizações efetua gestão do risco (financeiro ou não) sendo este, explícita ou implicitamente, uma componente estratégica que faz parte do seu próprio desenvolvimento, para isso as empresas utilizam seguros, tentam prevenir acidentes de trabalho, testam o impacto ambiental de vários produtos, entre outros. Em termos abrangentes, pode-se considerar a gestão do risco como um conjunto de atividades e métodos coordenados, utilizados por uma organização no sentido de controlar e reduzir qualquer risco que possa afetar a sua capacidade de atingir os objetivos que definiu (Porthin, 2004).

Teller e Kock (2013) defendem que o principal objetivo da gestão do risco é a diminuição dos efeitos negativos dos riscos a que a organização está exposta, o que é feito através do reconhecimento e da gestão das ameaças, no sentido de prevenir potenciais perdas e aumentar o poder de resposta das organizações.

O primeiro passo a tomar no sentido de gerir o risco é perceber a que tipo de riscos a organização está exposta. Nesse sentido, é necessário examinar quer os riscos imediatos decorrentes da competição e das alterações nos mercados, quer os riscos indiretos resultantes dos efeitos macroeconómicos. A categorização dos riscos organiza-os em grupos e é um passo chave na determinação das ações a tomar para lidar com os mesmos. De acordo com Damodaran (2008), as categorias relevantes de risco são as seguintes:

- **Risco de Mercado versus Risco específico da empresa** – esta categoria compreende riscos que afetam uma grande parte ou todas as empresas (risco de mercado) e uma pequena parte das empresas (risco específico);
- **Risco operacional versus risco financeiro** – nesta categoria incluem-se os riscos que derivam das atividades ligadas ao negócio básico e que envolvem compras, transformações, recursos e vendas de produtos ou serviços e os riscos decorrentes das opções financeiras da empresa;
- **Risco contínuo versus risco eventual** – alguns riscos estão presentes de forma continuada enquanto que outros riscos se encontram inativos por longos períodos e manifestam-se infrequentemente através de eventos desagradáveis que acarretam consequências económicas;
- **Riscos catastróficos versus pequenos riscos** – alguns riscos têm um impacto relevante para a empresa e podem assumir proporções desastrosas enquanto que outros são diminutos e têm um efeito relativamente pequeno no valor e nos lucros da empresa, no entanto, a definição de pequeno e grande risco varia de empresa para empresa.

Entretanto, Stulz (2000) agrupa os riscos com que uma empresa se depara da seguinte forma:

- **Riscos sistemáticos:** são comuns à maioria das empresas, podem incluir os riscos de flutuação inerentes aos ciclos de negócio;
- **Riscos idiossincráticos:** são específicos de cada empresa e podem incluir situações como o risco de que os seus produtos não funcionem corretamente ou de que as instalações se incendeiem.

Já Lleo (2009) categoriza os riscos financeiros da seguinte forma:

- **Risco de Mercado:** risco que é comum a um tipo de bens. O valor dos investimentos pode diminuir ao longo de um determinado período de tempo simplesmente porque existem alterações económicas ou acontecimentos que têm impacto numa grande parcela do mercado;
- **Risco Operacional:** este tipo de risco decorre das operações normais da empresa, o que inclui as pessoas, os sistemas e os processos utilizados pela empresa no decurso da sua laboração;

- **Risco de Crédito:** é o tipo de risco em que incorre um investidor e que pode levar a perdas se os pagamentos dos devedores não forem devidamente efetuados;
- **Risco de Liquidez:** o risco de um determinado bem não poder ser vendido com a rapidez necessária ou não apresentar o retorno expectável num curto período de tempo;
- **Risco de Reputação:** danos causados na reputação da empresa têm um forte impacto negativo que pode culminar na perda de retorno.

Sendo uma verdade universal que a existência de risco implica a existência do fracasso, nem todos os tipos de risco são idênticos, nem todos os fracassos são criados da mesma forma ou têm o mesmo impacto. Na verdade, o fracasso pode ocorrer por diversos motivos, cada um dos quais dá ensinamentos distintos no que respeita à gestão do risco. Neste contexto, Haubrich (2001) apresenta três categorias de risco:

- Um dos tipos de risco envolve uma falha no controlo de gestão. Neste caso, a empresa suporta mais risco do que pretendia e sofre as consequências.
- Outra categoria consiste nos casos em que a gestão assume riscos deliberadamente e perde. Assume o nível de risco pretendido mas obtém um resultado negativo.
- A terceira possibilidade é um pouco mais subtil. A empresa assume um nível de risco que é considerado como ideal a nível privado (a gestão reconhece e aceita a sua exposição) mas o nível de risco não é aceite socialmente. A distinção entre os aspetos privado e social do risco permanece nebulosa. Uma empresa pode decidir assumir um determinado nível de risco que seja justificável para a própria mas que para a sociedade tenha um grande impacto e não seja facilmente explicável. O autor dá o exemplo do risco assumido por determinados bancos sem que estes tenham em consideração o efeito negativo que terão noutros bancos em caso de fracasso e a ramificação social que isto implica. O facto de as empresas não considerarem o impacto social das suas decisões a respeito do risco tornam os fracassos em algo que se pode disseminar e afetar toda a economia.

Suomien (Cit. por Porthin, 2004, p.10) refere que a gestão do risco é uma atividade que engloba a identificação dos riscos, prevê o seu impacto e toma medidas apropriadas para reduzir ou cobrir estes riscos. Este processo pode ser

dividido em quatro passos: em primeiro lugar, os riscos são identificados e avaliados, normalmente chama-se a este processo análise do risco; a partir daqui os métodos potenciais para reduzir o risco são desenvolvidos e avaliados; quando toda a informação está reunida, podem ser tomadas decisões de gestão do risco; finalmente, o processo iterativo conclui-se com a avaliação das soluções implementadas. Na prática, estes passos são raramente isolados, mas podem ser tratados simultaneamente devido a atividades que se sobrepõem.

Suominen (Cit. por Porthin, 2004, p.10) ressalva que o propósito do primeiro passo da gestão do risco é identificar todos os riscos relevantes para a situação em estudo, existindo diversas técnicas disponíveis para auxiliar no processo. Para identificar diferentes riscos e para visualizar quais são já conhecidos e corretamente geridos pode ser utilizada uma janela do risco. Quando uma lista inicial dos riscos potenciais é completada, os riscos são filtrados de forma a decidir quais podem ser negligenciados e quais devem ser analisados mais profundamente.

No segundo passo do processo, a avaliação do risco, a probabilidade da ocorrência e as consequências dos riscos relevantes são avaliadas. Isto envolve normalmente a utilização de modelos que descrevem as dependências das incertezas e métodos de análise tais como as simulações.

Quando os riscos são conhecidos, devem ser escolhidas medidas de gestão apropriadas. Frequentemente, o efeito dos diferentes métodos de gestão do risco que podem potencialmente ser usados, pode ser avaliado utilizando os mesmos métodos que se usam nos passos da avaliação do próprio risco, portanto, estas atividades estão interligadas. Suominen, Weber e Liekweg (Cit. por Porthin, 2004, p.12) categorizam as diferentes decisões de gestão do risco da seguinte forma:

- **Evitar** – evitar os riscos é uma forma simplista de efetuar a gestão do risco. A adequabilidade desta medida deve ser considerada cuidadosamente antes de a aplicar, embora seja de notar que evitar nem sempre aumenta os custos ou reduz as possibilidades. Se evitar não for, no entanto, desejável ou possível, devem ser consideradas outras formas de gestão do risco;
- **Aceitar** – por vezes é aconselhável aceitar os riscos tais como são; é o caso quando um risco faz parte de uma função nuclear da organização e as

oportunidades se sobrepõem ao risco. Esta é uma estratégia normalmente utilizada para riscos insignificantes em que a relação custo-benefício de utilizar qualquer uma das outras opções não compensaria a empresa;

- **Compensar** – os riscos podem ser compensados, assumindo um risco para compensar outro. Este é um método comum em finanças para reduzir a exposição. Por exemplo, flutuações nas taxas de câmbio ou de juros podem ser compensadas através de instrumentos derivados como os “futuros”;
- **Transferir** – o risco pode ser transferido para outro interveniente através de seguros ou contratos com outros parceiros. Este é um procedimento comum quando se lida com riscos de transporte mas faz também parte de acordos para alianças estratégicas;
- **Reduzir** – usam-se medidas que procuram reduzir a probabilidade de um evento indesejado acontecer ou de limitar o seu impacto. Existem vários métodos e meios técnicos disponíveis. Por exemplo: *firewall*, *backups* e implementação de limites de risco.

Depois de implementadas, estas decisões devem ser monitorizadas de forma a determinar a sua eficiência e custo (Porthin, 2004).

Contudo, Stulz (1996) refere que a literatura académica se concentra na redução da volatilidade enquanto objetivo principal da gestão do risco e na variância enquanto principal medida do risco. No entanto, mais do que tentar diminuir a variância, grande parte dos programas de gestão do risco financeiro parecem desenvolvidos apenas para evitar resultados negativos enquanto preservam potencial positivo. Algumas empresas farão a cobertura de certos riscos como forma de aumentar os seus rácios de alavancagem ou para aumentar as suas exposições financeiras destinadas a explorar as suas vantagens competitivas na tomada de risco.

De que forma pode uma empresa determinar se deve ou não assumir riscos? A melhor abordagem, segundo Stulz (1996), é a implementação de uma auditoria de risco. Esta envolveria uma revisão dos riscos aos quais a empresa está exposta, quer através dos seus instrumentos financeiros e estrutura de garantias, quer através das suas operações correntes. Uma auditoria deste tipo teria como finalidade responder a questões como a seguinte:

- Quais os maiores riscos que a empresa é capaz de auto assegurar ao longo de um ciclo de negócio?
- Se a empresa decide fazer cobertura seletiva ou assume exposições, qual é a fonte da vantagem comparativa em assumir estas posições?
- Quais das atividades de gestão do risco acrescentaram valor sistematicamente sem introduzir uma nova fonte de volatilidade?

Uma vez que uma empresa decida ter vantagem comparativa em assumir um determinado tipo de risco financeiro, deve então determinar qual o papel da gestão do risco em explorar esta vantagem.

Nocco e Stulz (2006) afirmam que a gestão do risco financeiro é, nos dias de hoje, mais do que uma questão de seguros e de *hedging* de exposições financeiras, passando a incluir uma grande variedade de outros riscos, tais como o risco operacional, o risco de reputação e o risco estratégico. Segundo os autores, uma empresa pode gerir riscos de uma de duas formas identificadas:

- 1 – Um risco de cada vez, de forma compartimentada e descentralizada;
- 2 – Todos os riscos considerados de uma forma global, dentro de um enquadramento coordenado e estratégico.

Os autores designam esta última forma como ERM - *Enterprise Risk Management*, sugerindo que as empresas que consigam criar um ERM eficiente terão a longo prazo uma maior vantagem competitiva sobre aquelas que gerem os seus riscos de forma individual e compartimentada. Ao medir e gerir os seus riscos de forma consistente e sistemática, e ao disponibilizar aos seus gestores informação e incentivos que otimizem o *trade off* entre risco e retorno, uma empresa fortalece a sua capacidade de cumprir com o seu plano estratégico.

De forma genérica, quando efetua decisões acerca de assumir ou cobrir determinados riscos, a empresa deve consistentemente ser guiada pelo princípio da vantagem comparativa no *hedging* do risco. Resumindo, esse princípio determina que uma empresa que não detenha uma capacidade de previsão das variáveis do mercado, não terá qualquer vantagem comparativa em assumir o risco associado a essas mesmas variáveis. De forma inversa, a mesma empresa terá vantagem

comparativa em assumir outros riscos caso possua informação privilegiada acerca das variáveis em que incorre ao assumir o risco.

É importante ter presente que as empresas estão no mercado para assumir riscos estratégicos e de negócios. O reconhecimento de que não existe uma forma económica de transferir riscos que são inerentes às operações da empresa pode ser usado como forma de determinar quais os riscos que aportam uma maior potencial vantagem (Nocco e Stulz, 2006).

Uma característica inegável das últimas décadas é uma maior preocupação com a volatilidade nas taxas de câmbio, taxas de juro, preços de mercado das matérias-primas e dos valores mobiliários, comparativamente com o que acontecia nas décadas anteriores. Estas flutuações nos preços financeiros podem ter efeitos significativos nas fortunas das empresas (Bodnar e Gebhardt, 1999).

O conceito de risco é abrangente e envolve a análise dos riscos a que a empresa está exposta, a identificação de fatores de risco relevantes e a decisão de quais os riscos a gerir, evitar, aceitar ou cobrir. Por outro lado, o conceito de *hedging* é mais específico e envolve “apenas” uma ação deliberada no sentido de reduzir ou eliminar determinados riscos utilizando a gestão dos ativos da empresa, derivados financeiros e medidas operacionais (Aretz, Bartram e Dufey, 2007).

De acordo com Damodaran (2008), a grande parte das ofertas em gestão do risco são na verdade produtos de redução do risco e de *hedging*, com muito pouco ou nenhum enfoque na exploração das potencialidades e do valor acrescentado associado ao risco. Especialmente em finanças, a visão do risco tem-se vindo a estreitar cada vez mais, aproximando-se cada vez mais apenas de *hedging* atingindo uma situação em que este é definido estatisticamente e visto como algo de negativo quando se trata de analisar valor.

Este estreitamento da visão de risco resulta de vários fatores; por um lado, os produtos financeiros apresentados como de “gestão do risco”, serem na verdade produtos de *hedging* (quer se trate de seguros, de derivados ou *swaps*). Uma vez

que estes produtos representam retornos substanciais para quem os oferece¹, tornam-se na peça central da gestão do risco; por outro lado, a natureza humana e a capacidade do ser humano de se recordar mais das perdas (lado negativo do risco) do que do lucro (lado positivo). Num ambiente de recentes calamidades e problemas graves nos mercados, os produtos de *hedging* assumem relevância adicional (Damodaran, 2008).

Stulz (1996) sugere que uma prática conhecida como *selective hedging*, está a ganhar popularidade face ao *full cover hedging*. Na verdade, algumas empresas podem até conseguir vantagens competitivas ao assumir determinados riscos; desta forma há outra finalidade para a gestão do risco: a de reduzir os custos expectáveis de problemas financeiros, a par da preservação da capacidade da empresa de explorar e tirar partido de assumir determinados riscos selecionados.

2. GESTÃO DE RISCO NA PRÁTICA EMPRESARIAL

As teorias de Gestão do Risco apresentam vários motivos que podem levar as empresas a praticar *hedging*. Uma das teorias centrais de Froot, Scharfstein e Stein (1993) refere que se o financiamento externo for mais oneroso para a empresa do que o financiamento gerado internamente, existirão, tipicamente, benefícios no *hedging*. Estes autores e a literatura empírica que seguiu o seu trabalho, interpretam esta teoria como implicando uma relação positiva entre medidas de constrangimentos financeiros e a atividade de gestão do risco. Por outras palavras, se uma empresa tem maiores constrangimentos financeiros deverá, tipicamente, ter maior necessidade de *hedging*. A literatura defende que o receio de potenciais constrangimentos financeiros torna as empresas avessas ao risco. Assumindo que as empresas mais pequenas são mais propensas a sofrer constrangimentos financeiros, estas teriam, de acordo com esta teoria, uma maior necessidade de gerir o risco (Rampini, Sufi e Viswanathan, 2014).

No entanto, as evidências empíricas não suportam esta hipótese; de acordo com Stulz (2000) as empresas de maiores dimensões utilizam em maior escala derivados financeiros quando comparadas com empresas de menores dimensões,

¹ Uma vez que são uma forma menos dispendiosa de gerir o risco e podem ser adaptados a todo o tipo de risco.

mesmo que estas últimas tenham *cash flows* mais voláteis, um acesso mais restrito a fontes de financiamento de capital e, sendo assim, maiores razões para comprar proteção contra problemas financeiros.

Estudos empíricos realizados por Nance et al. (1993) em que foram analisados dados acerca da utilização de derivativos de 169 empresas industriais norte americanas, refutam também esta hipótese visto que os resultados do referido estudo constatarem que as empresas que não praticam *hedging* são mais pequenas e pagam dividendos menores. Também Géczy, Minton e Schrand (1997), encontraram uma forte relação positiva entre o uso de derivativos e o tamanho da empresa no estudo realizado a uma amostra de 372 empresas não financeiras norte americanas listadas na Fortune 500 com potencial exposição ao risco cambial. Este estudo revelou, ainda, que as empresas com mais oportunidades de crescimento e maiores constrangimentos financeiros tendencialmente praticam mais *hedging*.

Temos, portanto, que os problemas ou constrangimentos financeiros poderiam na teoria levar as empresas mais pequenas, mais sujeitas a este tipo de situação, a procurar o *hedging*, mas os modelos empíricos sugerem que isto não acontece.

A análise empírica das teorias de *hedging* tem sido afetada pela indisponibilidade geral de dados sobre as atividades de *hedging*. Até ao início dos anos 90, a posição de uma empresa acerca dos derivativos não era divulgada e era considerada como um importante componente da competitividade estratégica. Só a partir dessa altura as empresas tiveram de reportar nos seus relatórios de atividade a quantidade de derivativos que utilizavam. Portanto, os primeiros estudos utilizavam dados de pesquisas para examinar os determinantes do uso de derivativos. Os estudos mais recentes vão mais longe e, para além de analisar os relatórios das empresas para aferir a posição destas em relação à utilização de instrumentos financeiros na cobertura de risco, fazem também a distinção entre os tipos de exposição coberta e os produtos utilizados para efetuar essa cobertura (*commodities*, taxa de juro e taxa de câmbio), sugerindo que diferentes fatores podem ser relevantes para cada tipo (Allayannis, 2001).

Bodnar et al. (1995) fazem referência a um estudo de caso realizado em 1994, denominado *Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms*, que consistiu no envio de questionários a 2000 empresas não financeiras norte americanas (estas empresas representam uma amostra aleatória da totalidade das empresas incluídas na base de dados COMPUSTAT em 1993), indagando sobre as suas práticas de gestão do risco.

Das 530 empresas que responderam, 35% referiu que utilizava futuros, *forwards*, opções ou *swaps* como instrumentos de gestão do risco; destas empresas 65% são grandes empresas com um valor de mercado superior a 250 mil milhões de dólares. Por outro lado, no que respeita ao tipo de instrumentos utilizados, o estudo comprovou que mais de 50% das empresas inquiridas utilizava *swaps* para cobrir o risco de taxa de juro e cerca de 50% recorria aos *OTC forwards* para fazer a cobertura de taxa de câmbio. O uso mais comum, referido por mais de metade dos inquiridos, é o recurso aos derivados em compromissos contratuais envolvendo transações a terem lugar no período de 12 meses. Cerca de dois terços das empresas referiram que nunca utilizavam os derivados para reduzir os seus custos de financiamento, e a razão mais importante para o recurso aos derivados na gestão do risco, apontada por 67% das empresas, foi a minimização das flutuações dos *cash-flows*.

Este estudo foi atualizado em 1995, e os novos resultados vieram confirmar os do seu antecessor, adicionando uma nova informação: cerca de um terço dos inquiridos referiu assumir (por vezes) posições que refletiam a sua visão do mercado no que respeita às taxas de juro e de câmbio, sendo que estes inquiridos tomavam a decisão da percentagem de exposição que queriam reduzir (pelo uso de instrumentos derivados) com base na visão/perspetiva que tinham das movimentações futuras do mercado. O autor deu o seguinte exemplo: se a empresa tiver motivos para esperar que as taxas de câmbio se movimentem de uma forma que aumente o valor da empresa, então pode cobrir 10 ou 20% da sua exposição. Pelo contrário, se o movimento esperado tiver um efeito negativo esperado no valor da empresa, esta pode decidir cobrir 100% da sua exposição (Stulz, 1996).

Já em 1992, um estudo prévio realizado por Dolde (Cit. por Stulz 1996), tendo como base as empresas da Fortune 500, “confirmava”, em grande parte, o

exposto anteriormente; na verdade cerca de 85% das 244 empresas que responderam ao inquérito, assumiram utilizar *swaps*, *forwards*, futuros e opções; acresce ainda que as maiores empresas utilizam tais produtos em maior escala quando comparadas com empresas de menores dimensões. Dolde refere, nesse estudo, que os custos associados ao investimento em gestores qualificados (necessários para conhecer a utilização dos derivados financeiros) funcionam como um motivo de desencorajamento para as pequenas empresas, o que justifica a menor utilização por parte destas dos referidos produtos.

Entretanto, diversos outros estudos foram efetuados com o propósito de encontrar provas empíricas acerca da utilização de derivados financeiros na gestão do risco. Grant e Marshall (Cit. por Silva e Dias, 2000) aplicaram o estudo a empresas do Reino Unido, concluindo que 80% das empresas estudadas utilizavam derivados na gestão do risco. De Ceuster et al. (Cit. por Silva e Dias, 2000) basearam o seu estudo nas empresas Belgas e encontraram evidências de que 66% das empresas inquiridas utilizavam derivados na gestão do risco. Estudos similares foram ainda efetuados por Masinghka et al. (Cit. por Silva e Dias, 2000) a empresas da Ásia-Pacífico com um nível de 65% de utilização.

Silva e Dias (2000) efetuaram um estudo em 2000, baseado no inquérito da Wharton School University of Pennsylvania, que consistiu no envio de inquéritos a 123 empresas portuguesas no sentido de aferir a utilização de derivados financeiros na gestão do risco. As empresas alvo tinham por características o facto de estarem registadas na CMVM (Comissão de Mercados de Valores Mobiliários) e serem não financeiras (visto que segundo os autores as empresas financeiras atuam como intermediárias nas transações de derivados) e o objetivo do estudo seria avaliar a atitude dos utilizadores finais perante estes instrumentos financeiros. Este estudo pretendia recolher evidências empíricas sobre: as motivações das empresas para efetuarem cobertura de risco; quais os riscos cobertos; que derivados utilizavam para cobrir riscos financeiros e de que forma era implementada e controlada a política de gestão do risco.

Deste inquérito, que obteve uma taxa de resposta de 36%, conclui-se que 39% das respondentes utilizavam derivados financeiros. Salienta-se neste estudo que as empresas da amostra são claramente consideradas como fazendo parte das

maiores empresas não financeiras nacionais, sendo este facto relevante para a justificação da taxa de utilização já referida de 39%. Destas, 60% utilizavam os referidos instrumentos para efetuar cobertura de taxa de juro, 20% para efetuar cobertura de mercadorias e 40% para cobrir as flutuações cambiais.² Os autores justificam esta distribuição com o facto de Portugal ter uma economia aberta e extremamente dependente das transações internacionais o que se reflete na elevada percentagem de empresas que fazem cobertura das flutuações cambiais (apesar de esta necessidade se ter diluído com a uniformização da medida monetária na Europa decorrente da entrada em vigor do Euro). Por outro lado, segundo os autores, uma grande parte das empresas portuguesas está sujeita ao risco da taxa de juro, o que por si explica a elevada percentagem de inquiridas que utilizam os derivados para cobrir as flutuações de taxa de juro. Das empresas que não utilizam este tipo de instrumentos, a maioria referiu que não o faz porque não sentem exposição suficiente ao risco para o fazer; porque cobre os riscos de outras formas ou porque a relação custo/benefício da utilização de tal tipo de instrumento não é vantajosa (Silva e Dias, 2000).

Em suma, os referidos estudos revelam que as empresas de maiores dimensões recorrem com mais frequência ao uso de derivados do que as empresas menores. A maior motivação apontada para este facto é evitar a flutuação dos *cash-flows* futuros e, inversamente, o motivo para a não utilização deste tipo de instrumento prende-se com os custos associados à implementação deste tipo de cobertura.

3. GESTÃO DO RISCO E VALOR EMPRESARIAL

Stulz (1996) aponta o facto de que existe um aparente conflito entre a teoria e a prática da gestão do risco a nível empresarial. A teoria académica sugere que algumas empresas que se deparam com exposições significativas a taxas de juro ou aos preços das mercadorias podem aumentar o seu valor de mercado utilizando derivados para reduzir essas exposições. No entanto, o uso efetivo dos derivados parece não corresponder estreitamente com a teoria. Por um lado, as empresas de maiores dimensões têm uma taxa de utilização de derivados superior à das

² No inquérito realizado por estes autores, era permitido às empresas dar múltiplas respostas à questão relativa aos motivos para a utilização de instrumentos financeiros derivados.

pequenas empresas, apesar dos *cash flows* destas últimas apresentarem uma maior volatilidade e terem um acesso a capital mais restrito e, portanto, mais razões para se protegerem de potenciais problemas financeiros. Por outro lado, o autor refere que muitas empresas parecem utilizar a gestão do risco (através dos derivados) para outros propósitos que não a redução da variância.

Segundo Holton (2004), os dois pilares da teoria de Finanças moderna assentam nos conceitos da eficiência dos mercados e da diversificação. De forma simplificada, a eficiência dos mercados significa que estes “não deixam dinheiro na mesa”; ou seja, informação que esteja livremente acessível é incorporada nos preços com velocidade suficiente para que não se possa lucrar pelo simples facto de se ter essa informação. A lição da eficiência dos mercados para os gestores de risco é que qualquer tentativa de conseguir altos retornos na maioria dos mercados financeiros, geralmente significa assumir grandes riscos e na maioria dos casos riscos desconhecidos. No entanto, se o conceito de eficiência dos mercados deve desencorajar as empresas de criar exposições desnecessárias ao risco financeiro, o conceito de diversificação também deveria desencorajar as empresas de fazerem *hedging* a exposições financeiras decorrentes das suas operações habituais, uma vez que a diversificação é entendida como uma técnica de redução de risco que se baseia no estreitamento do alcance dos potenciais resultados de um investimento. Ao diversificar o seu *portfolio* de ativos, a empresa pode minimizar riscos não sistemáticos e gerir a exposição a este tipo de risco sem recorrer ao *hedging* (Holton, 2004).

Como resultado das suas opções de investimento, financiamento, produção e outras atividades operacionais, uma empresa gera uma estrutura corrente de ativos e passivos e um conjunto de *cash-flows* futuros expectáveis. O facto de os *cash-flows* serem expectáveis é indicativo da incerteza que o futuro acarreta. Estes *cash-flows* estão expostos a diversas e inesperadas flutuações nos preços dos bens e matérias-primas, taxas de juro, taxas de câmbio e diversas outras variáveis. Neste sentido, o risco pode ser entendido como a possibilidade de que estas flutuações possam alterar os montantes esperados ou a variabilidade dos *cash-flows* futuros, o que irá afetar o valor da empresa (Silva e Dias, 2000).

Culp e Miller (Cit. por Stulz, 1996) defendem que a maioria das empresas lucrativas não faz *hedging* mas outros estudos empíricos reforçam a hipótese de que a gestão do risco pode, de facto, contribuir para o aumento do valor da empresa. Stulz (1996) argumenta que a gestão do risco pode aumentar o valor da empresa para o acionista e que isto acontece devido ao efeito que produz sobre: por um lado, os impostos, visto que a gestão do risco pode reduzir os encargos fiscais da empresa quando esta está sujeita a taxas de imposto progressivas em que a taxa de imposto aumenta à medida que os rendimentos antes de imposto aumentam (*convex tax schedules*), permitindo a gestão do rendimento tributável para que este se enquadre no escalão de imposto ideal; por outro lado, sobre os custos de falência, uma vez que a redução da volatilidade quer dos *cash-flows* quer do valor da empresa, para um nível em que a possibilidade de falência não se coloque, reduz os potenciais custos de falência para zero e ao fazê-lo, aumenta o valor da empresa; e, ainda, sobre as decisões de investimento, uma vez que a cobertura de risco pode alinhar a disponibilidade de recursos internos com a necessidade de fundos para investimentos, permitindo às empresas evitar financiamento externo dispendioso.

Allayannis e Ofek (Cit. por Allayannis e Weston, 2001) defendem que, em média, as empresas utilizam os derivados para reduzir a exposição à taxa de câmbio e, portanto, o uso de derivados pelas empresas pode ser uma estratégia que acrescenta valor uma vez que os investidores atribuem um maior valor de mercado às empresas que usam derivados cambiais para gerir as suas exposições a taxas de câmbio. Esta posição é reforçada pelo estudo de 2001 de Allayannis em que este examinou a utilização de derivados cambiais (*Foreign Currency Derivatives*, FCD's) e o seu potencial impacto no valor da empresa, numa amostra de 720 empresas não financeiras dos Estados Unidos entre 1990 e 1995. Utilizando o Q de Tobin como um substituto do valor da firma, este estudo encontrou uma relação positiva entre o valor da empresa e o uso de FCD's; o prémio de *hedging* é estatística e economicamente significativo na explicação do valor das empresas com exposição às taxas de juro e o coeficiente respetivo é, em média, de 5% do valor da empresa, sugerindo a ideia de que o *hedging* provoca um aumento do valor da empresa. Os resultados deste estudo revelam ainda que, por um lado, as empresas que iniciam uma política de *hedging* beneficiam de um aumento de valor superior às empresas que decidem não fazer *hedging* e, por outro lado, que as empresas que desistem de

fazer *hedging* sofrem um decréscimo de valor relativamente àquelas que optam por continuar a fazer *hedging*. Contudo, Smithson e Simkins (2005) questionam as conclusões do estudo de Allayannis de 2001. Os autores apresentam a hipótese de que o uso de derivativos por parte das empresas por si só não é suficiente para justificar este aumento de quase 5% do valor da empresa. Estes sugerem que poderá não existir qualquer correlação entre este aumento e as opções de gestão do risco da empresa e defendem, ainda, que a adoção de um programa de gestão de risco sofisticado pressupõe um nível de sucesso empresarial, pelo que é expectável que uma empresa já de si bem-sucedida tenha um aumento de valor independentemente de usar ou não derivativos para cobrir as suas exposições.

De facto, outro estudo publicado por Guay e Kothari em 2003 (Cit. por Smithson e Simkins 2005) concluiu que as posições em derivativos são demasiado pequenas para serem responsáveis pelo prémio reportado por Allayannis e que a associação positiva entre os derivativos e o valor é mais um reflexo da tendência das empresas com mais sucesso de utilizarem os derivativos.

No entanto, existem outros estudos sobre a gestão de taxas de câmbio e de taxas de juros que iluminam mais diretamente esta questão da causalidade. Um destes, publicado por Graham e Rogers em 2002 (cit. por Smithson e Simkins 2005) examinou uma seleção de 442 empresas não financeiras norte americanas e concluiu que o *hedging* de taxas de câmbio e/ou taxas de juro aumenta o valor da firma em 1,1% através de um aumento da capacidade de endividamento e de benefícios fiscais.

Bartram, Brown e Conrad (2011) conduziram um estudo que incluiu dados acerca de 6888 empresas não financeiras de 47 países em que investigaram o impacto de instrumentos financeiros derivados de taxa de câmbio, taxa de juro e mercadorias na volatilidade dos *cash-flows*, no desvio padrão dos retornos das ações, nos betas de mercado bem como no valor de mercado das empresas. Os dados recolhidos abrangem o período entre 1998 e 2003, pelo que permitiram aos autores examinar a forma como as empresas conseguiram, através do uso de contratos de derivativos ou outros métodos, mitigar o declínio de mercado decorrente da recessão global de 2001. Os resultados deste estudo revelaram que o uso de instrumentos derivados é mais frequente em empresas com maiores exposições a

taxas de risco, taxas de juro e aos preços das mercadorias e que, apesar de terem exposições mais elevadas que as restantes, estas empresas apresentam um valor de risco estimado menor, o que sugere que os derivados são usados para reduzir o risco e não para especular. Em termos globais, este estudo conclui que as empresas não financeiras utilizam os derivados motivadas pela redução do risco e que o resultado dessa utilização é efetivamente a redução do risco.

Estes resultados são consistentes com as evidências encontradas por Allayannis e Weston (2001), em ambos os estudos, o uso de derivados está associado a um aumento do valor, apesar de, no caso do estudo de Bartram, Brown e Conrad (2011), a significância estatística deste prémio ser fraca.

Búa et al. (2013) realizaram um estudo empírico que teve como alvo o mercado espanhol, analisando a relação entre o uso de derivados cambiais e o valor da empresa e o impacto da dívida em moeda estrangeira, e o *hedging* operacional na criação de valor. O estudo utilizou informação sobre 100 empresas não financeiras espanholas no período entre 2004 e 2007 com exposição a taxas de câmbio. No geral, os resultados deste estudo demonstram que a utilização de derivados cambiais para cobrir a exposição a taxas de juro tem um efeito positivo no valor da empresa (em média um prémio de 1,5%) e que este efeito positivo varia de acordo com o volume de *hedging* efetuado com estes instrumentos. Os autores referem que, de acordo com este estudo, o *hedging* operacional não tem qualquer impacto no valor da empresa.

As empresas devem gerir o risco de uma forma que torne os problemas financeiros altamente improváveis, e ao fazê-lo preserve a sua flexibilidade de financiamento necessária para as suas estratégias de investimento. Tendo em conta este objetivo, não é de esperar que empresas com pouco ou nenhum financiamento de dívida, e sendo assim, com pouca probabilidade de problemas financeiros, tenham qualquer benefício ao fazer cobertura do risco. Neste caso, a gestão do risco pode ser vista como um substituto direto de *equity*. O que quer dizer que, quanto mais uma empresa faz *hedging*, de menos *equity* necessita para suportar o seu negócio, uma vez que ao reduzir as suas exposições, a empresa aumenta a sua capacidade de endividamento. Conclui-se que é lucrativo para as empresas fazerem gestão do risco, se tivermos em conta que o *equity* é mais caro do que a dívida.

A tomada ou não de risco, está em muitos casos relacionada com a postura dos gestores da empresa, sendo que muitas empresas mesmo não tendo vantagem comparativa em assumir determinados riscos, o fazem porque de alguma forma isto serve os interesses dos seus gestores.

CAPÍTULO DOIS - ESTUDO EMPÍRICO

4. AMOSTRA E QUESTIONÁRIO

Na sequência do atual estado da arte neste domínio, em que fica evidente serem as maiores empresas as principais utilizadoras de produtos derivados, tomou-se como universo da presente investigação as 1000 maiores empresas a nível nacional em 2012 (de acordo com o critério do Volume de Negócios).³ Deste universo excluem-se as empresas do setor financeiro, SGPS, Ensino Superior, Associações e Organismos da Administração Pública.

Numa primeira fase, foram realizadas pesquisas no sentido de obter os contactos eletrónicos das referidas empresas incluídas na lista das 1000 maiores empresas nacionais. Essas pesquisas foram realizadas na base de dados SABI, disponibilizada pela ESEIG e complementadas, sempre que necessário, por pesquisas na Web. A recolha dos endereços eletrónicos permitiu o envio de questionários adequados ao objetivo, através do serviço de inquéritos *online* disponibilizado pela Google⁴. Note-se que se tomou como universo inquirido a totalidade das empresas, com exceção de 67 casos em que se revelou impossível conseguir o contacto de correio eletrónico, pelo que o efetivo universo inquirido se reduziu para 933 empresas.

De seguida, foi elaborado um questionário que teve como ponto de partida o questionário da *Wharton Survey* (1995). O atual questionário⁵ é composto por 15 questões e implica um tempo médio de resposta de aproximadamente 10 minutos. Uma resposta negativa à primeira questão, que visa determinar se a empresa em questão já efetuou transações de instrumentos financeiros derivados reduz o questionário a 3 questões, visto que as restantes questões implicam a utilização dos referidos instrumentos.

³ Fonte: Diário Económico

⁴ Google *forms*

⁵ Anexo 2

Tendo em conta que o inquérito é respondido de forma anónima, optamos por solicitar o código CAE⁶ aos respondentes como forma de determinar o setor de atividade em que as mesmas se inserem.

O primeiro envio foi efetuado em Agosto de 2013, e tendo em conta o reduzido número de respostas, envios posteriores foram efetuados entre outubro de 2013 e novembro de 2014.

Considerando a diversidade de instrumentos financeiros que existem atualmente assim como a sua importância na criação de estratégias por parte das empresas que lhes permitam gerir a sua exposição ao risco, assume-se neste questionário que as empresas que os utilizam o fazem precisamente como parte da sua estratégia de risco.

O questionário foi estruturado da seguinte forma:

- na primeira parte (questões 1 a 3), pretende-se determinar a utilização ou não de derivados, caracterizar a empresa de acordo com o sector de atividade a que pertence e definir a posição da empresa com relação ao processo de tomada de decisão nas áreas relacionadas com a gestão do risco;

- a segunda parte (questões 4 a 11) destina-se a recolher informação sobre o tipo de derivados utilizados consoante o tipo de exposição, a frequência com que estes são utilizados, os objetivos que a empresa pretende atingir com esta utilização bem como eventuais preocupações decorrentes desta utilização;

- as questões da terceira parte (questões 12 a 14) estão relacionadas com a gestão da atividade de derivados pela empresa, que *software* utilizam e com que frequência esta atividade é reportada à direção da empresa.

⁶ As designações setoriais apresentadas neste estudo são retiradas do CAE Rev. 3

A dificuldade em conseguir que as empresas respondessem ao inquérito, fruto sem dúvida, da enorme quantidade de solicitações que as mesmas recebem diariamente, traduziu-se numa taxa de resposta de aproximadamente 26%. Os setores com uma maior representatividade na lista das 1000 maiores empresas nacionais são os da eletricidade, fabricação de produtos petrolíferos, comércio por grosso e a retalho, construção, serviços e transportes. A distribuição de respostas por setor vai de encontro a esta representatividade visto que os setores com uma maior taxa de respostas correspondem aos setores com maior número de empresas na referida lista (Gráfico 1)⁷

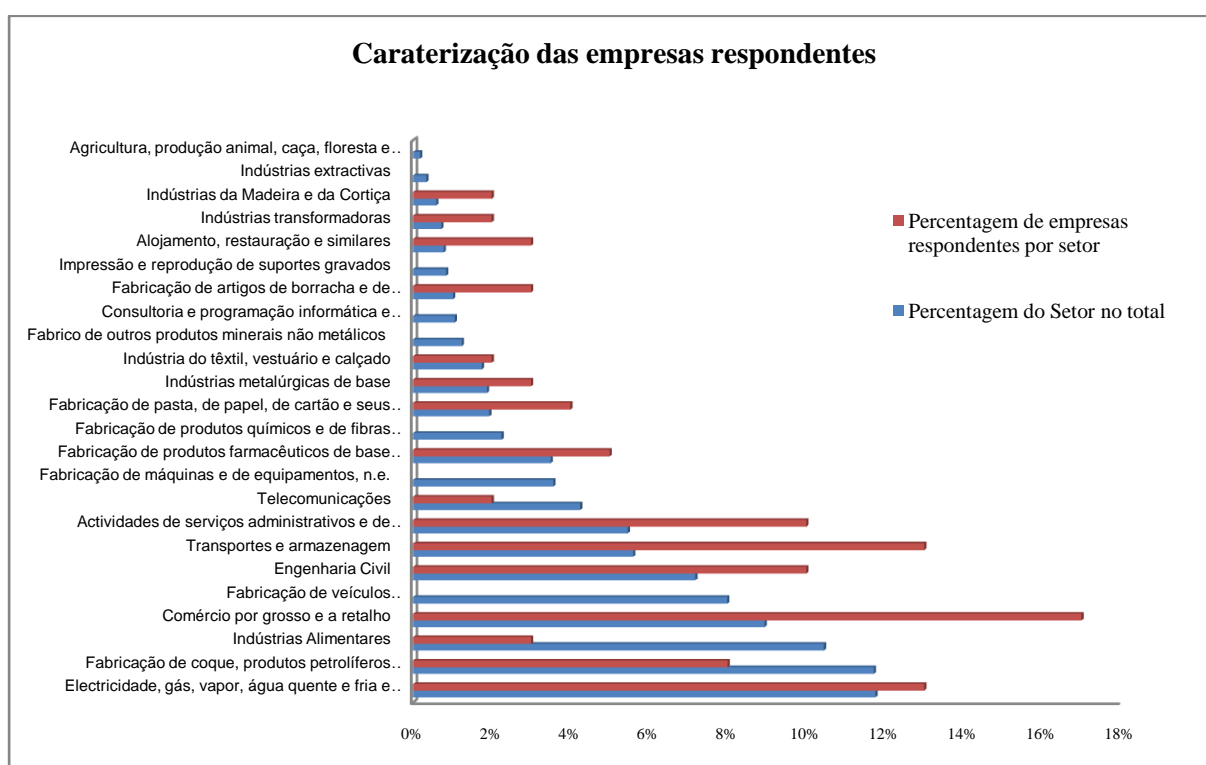


Gráfico 1 - Caraterização das empresas respondentes

5. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DO QUESTIONÁRIO

Quando inquiridas na primeira questão acerca da realização de transações de instrumentos derivados, 28% das empresas responderam que já efetuaram transações desta natureza. As atividades desenvolvidas por estas empresas são as seguintes: comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos e comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos;

⁷ Não obtivemos resposta de empresas correspondentes a alguns dos setores de atividade, motivo pelo qual no gráfico 1 alguns setores só apresentam a informação relativa ao peso deste mesmo setor no global das empresas constantes na Lista das 1000 maiores.

eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio; engenharia civil; fabricação de artigos de borracha e matérias plásticas; fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e de aglomerados de combustíveis; fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas e telecomunicações. No total, tal como se pode verificar no quadro 1, sete setores estão representados por respostas positivas, de sete dos setores não obtivemos qualquer resposta e os restantes catorze responderam negativamente a esta questão (quatro dos setores estão representados por respostas positivas e negativas).

Setores Com Respostas Positivas	Setores Com Respostas Negativas	Setores Sem Resposta
Comércio por grosso (inclui agentes, exceto de veículos automóveis e motociclos) e Comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos	Fabricação de máquinas e de equipamentos, n.e.	Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca
	Comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos e Comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos	
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	Consultoria e programação informática e atividades relacionadas	Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas ou artificiais, exceto produtos farmacêuticos
	Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	
Engenharia Civil	Fabricação de artigos de borracha e matérias plásticas	Fabricação de veículos automóveis, reboques, semirreboques e componentes para veículos automóveis
	Fabricação de pasta, de papel, de cartão e seus artigos	
Fabricação de artigos de borracha e matérias plásticas	Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas	Fabrico de outros produtos minerais não metálicos
	Indústria do Têxtil, vestuário e Calçado	
Fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e de aglomerados de combustíveis	Indústrias Alimentares	Impressão e reprodução de suportes gravados
	Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, exceto mobiliário; Fabricação de obras de cestaria e de espartaria	
Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas	Indústrias Transformadoras	Indústrias Extrativas
	Outras Atividades de Serviços	
Telecomunicações	Alojamento, restauração e similares	Indústrias metalúrgicas de base
	Transportes e Armazenagem	

Quadro 1 – Respostas por setor de atividade

Os restantes 62% dos inquiridos que responderam negativamente à questão relativa à utilização de instrumentos derivados indicaram as razões para não o fazerem na pergunta 3 e as respostas distribuem-se tal como apresentadas no gráfico 2. Para a mesma questão, Silva e Dias, 2000 referem que 38,5% das empresas inquiridas no seu estudo responderam afirmativamente e 61,5% negativamente.

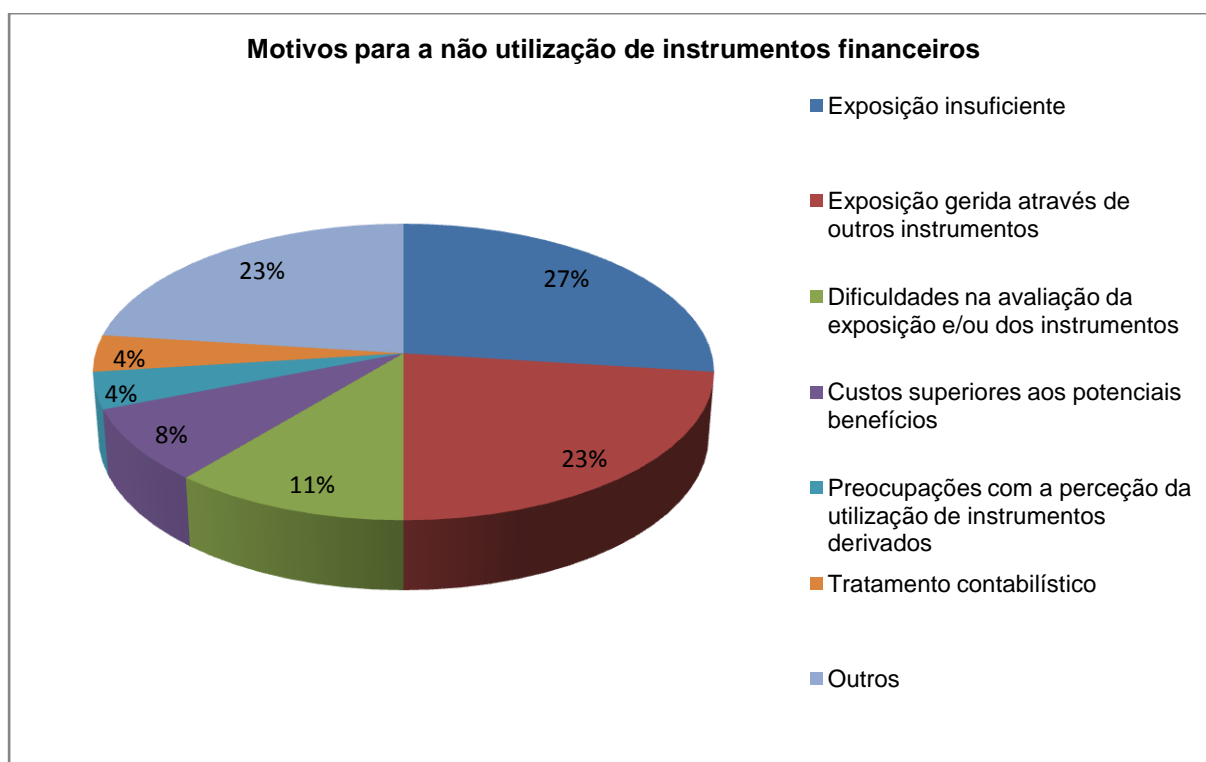


Gráfico 2 - Motivos para a não utilização de instrumentos financeiros

Constata-se, portanto, que 27% dos inquiridos considera que a exposição sentida pela empresa não é suficiente para justificar a utilização de instrumentos financeiros na sua cobertura. Também Silva e Dias, 2000 referem no seu estudo que exposição insuficiente é o motivo principal para a não utilização de instrumentos derivados pelas empresas portuguesas inquiridas; Bodnar et al. (Cit. por Silva e Dias, 2000) obtiveram o mesmo motivo para 60% das empresas norte americanas inquiridas, assim como Mansinghka et al. (Cit. por Silva e Dias, 2000) para empresas dos países asiáticos e De Ceuster et al. (Cit. por Silva e Dias, 2000) relativamente às empresas Belgas; entretanto, 23% das empresas que referem não usar derivados efetuam a cobertura da exposição através de outros instrumentos. A dificuldade na avaliação da exposição e/ou dos instrumentos e os custos superiores aos potenciais benefícios são os motivos apresentados por 11% e 8% dos inquiridos,

respetivamente. As preocupações com a perceção da utilização de instrumentos derivados e o tratamento contabilístico foram apontadas como motivos de não utilização por 4% das empresas. No entanto, uma parte significativa dos inquiridos (23%) indicou ter outros motivos (não especificados) para não utilizar os instrumentos financeiros. Uma vez que o questionário não incluía perguntas abertas, não foi possível recolher informação acerca destes “outros motivos”. Para os inquiridos que responderam negativamente à primeira questão, o questionário terminou aqui.

Considerando a importância da utilização de instrumentos financeiros e das perdas decorrentes de uma ineficaz utilização dos mesmos, revelou-se importante determinar se o processo de tomada de decisão nestes casos era feito de forma centralizada ou descentralizada. Neste sentido, questionou-se (pergunta 4) de que forma era gerido o processo de tomada de decisão no que respeita à política de gestão do risco (que riscos?), à estratégia de gestão (que instrumentos?) e à execução da gestão do risco (quando?) adotadas. Relativamente à política de gestão do risco, 88% das empresas inquiridas optam por uma política centralizada e a estratégia de gestão do risco é efetuada de forma centralizada por 76% das mesmas. Quanto à execução da gestão do risco, também 76% das empresas inquiridas referem que esta é feita de forma centralizada, sendo que dos restantes 24%, metade das empresas desconhece a forma como a gestão do risco é de facto levada a cabo. Também Bodnar et al. (1995) encontram que a tomada de decisão, em todas as suas componentes, é geralmente uma atividade centralizada, apenas, no caso da execução da política do risco, 15% das empresas deste estudo referiram que esta era efetuada de forma descentralizada.

Solicitou-se às empresas (na questão 5) que indicassem quais os instrumentos utilizados e para gerir que tipo de exposição. Os instrumentos referidos foram: *Forwards OTC*; *Exchange Traded Futures*; *Swaps*; *OTC Options* e *Exchange Traded Options*. As exposições referidas foram divididas em quatro categorias: exposição cambial (FX); exposição às taxas de juro; exposição aos preços dos bens; exposição nos mercados de capitais. Foi, portanto, possível aferir através desta questão, o tipo de derivados utilizados pelas empresas de forma geral (gráfico 3), os instrumentos utilizados por tipo de exposição (gráfico 4) e ainda os objetivos que as empresas pretendem atingir através da utilização destes instrumentos (gráfico 5).

Instrumentos derivados utilizados pelas empresas

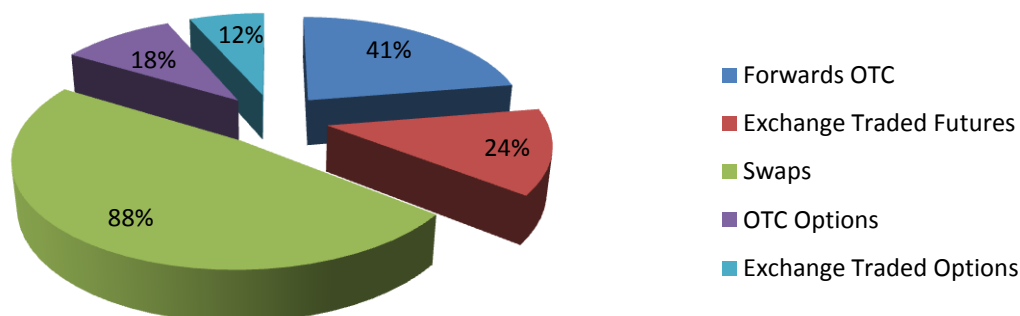


Gráfico 3 - Instrumentos derivados utilizados pelas empresas

Tal como se pode observar através do gráfico 3, os instrumentos financeiros derivados mais utilizados pelas empresas, de uma forma geral, são os *Swaps* (em 88% das empresas que usam derivados), 41% das empresas referiram usar *Forwards OTC*, 24% indicaram usar *Exchange Traded Futures*, 18% revelaram usar *OTC Options* e 12% *Exchange Traded Options*.⁸

Instrumentos utilizados por tipo de exposição

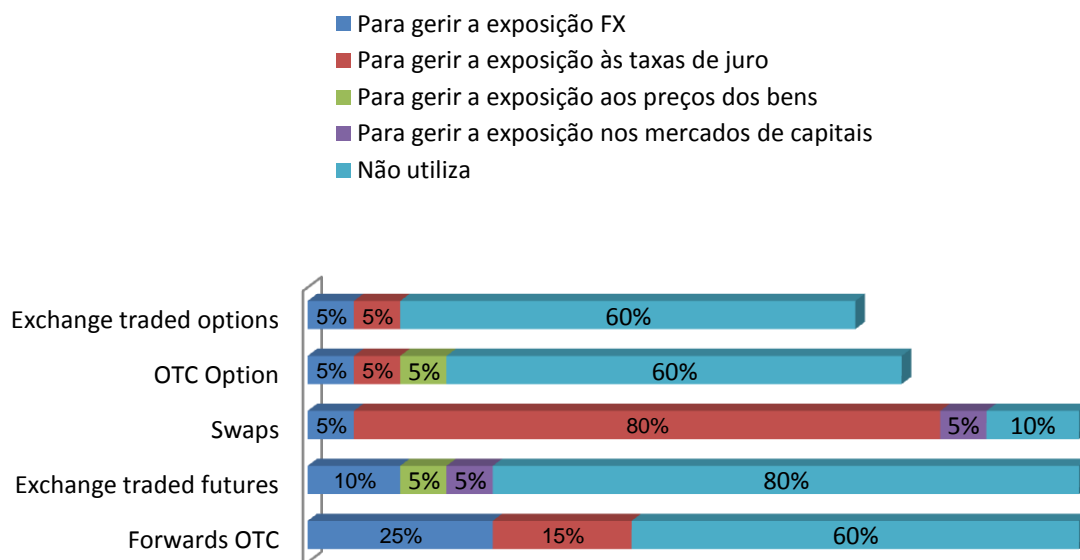


Gráfico 4 - Instrumentos utilizados por tipo de exposição

⁸ Ressalva-se que nesta questão era possível indicar a utilização de mais do que um instrumento.

Como revela o gráfico 4, o instrumento financeiro mais utilizado para gerir a exposição ao risco das empresas inquiridas são os *Swaps* (em 80% dos casos, estes são utilizados para gerir a exposição às taxas de juro), este resultado é consistente com os resultados obtidos na *Wharton Survey* (Bodnar et al., 1995); 5% das empresas utilizam ainda este instrumento para gerir a exposição FX.

Os restantes instrumentos são utilizados pelas empresas para gerir a exposição FX, com relevância dos *Forward OTC* que revelam uma taxa de 25% na gestão desta exposição face aos 10% dos *Exchange Traded Futures*.

Salienta-se, ainda, a elevada taxa apresentada pela opção “Não utiliza”. Entre 60 e 80% das empresas inquiridas que afirmaram utilizar instrumentos derivados, não utilizam quaisquer dos instrumentos indicados na questão, na gestão das suas exposições (com exceção dos já referidos *Swaps*)

Silva e Dias (2000) indicam que a gestão do risco da exposição às taxas de juro é a maior motivação para 60% das empresas nacionais para a utilização de instrumentos derivados, seguida pela exposição FX para 40% das empresas. De forma semelhante, este estudo permitiu determinar (Gráfico 5) que para as 88% empresas inquiridas o objetivo principal na base da utilização de instrumentos derivados é, também, a gestão do risco da exposição às taxas de juro; a gestão do risco da exposição FX é relevante para 47% das empresas inquiridas e para 12% gerir o risco decorrente da exposição aos preços dos bens e da exposição nos mercados dos capitais são objetivos a atingir com a utilização dos referidos instrumentos.

Objetivos para a utilização de instrumentos financeiros

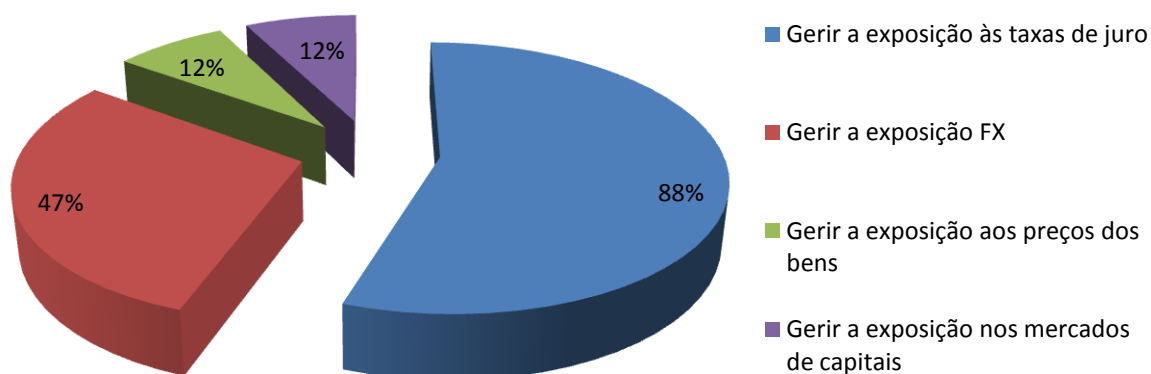


Gráfico 5 - Objetivos para a utilização de instrumentos financeiros

A motivação para a utilização dos instrumentos financeiros é determinada na questão 6, solicitando-se aos inquiridos que indicassem a frequência com que utilizavam os referidos instrumentos na prossecução de oito objetivos definidos:

- i) a redução dos custos de financiamento através da arbitragem dos mercados;
- ii) a redução dos custos de financiamento através da tomada de posição;
- iii) a cobertura do balanço;
- iv) a cobertura de dividendos estrangeiros;
- v) a cobertura de compromissos contratuais;
- vi) a cobertura de transações previstas superiores a 12 meses;
- vii) a cobertura de transações previstas inferiores a 12 meses;
- viii) a cobertura da exposição económica ou competitiva.

Foram dadas às empresas as opções de resposta: “frequentemente”, “raramente”, “nunca” e “não sabe” sendo que de forma linear, 11% das empresas

escolheram esta última opção para os oito objetivos propostos. Os resultados completos expressam-se no gráfico 6.

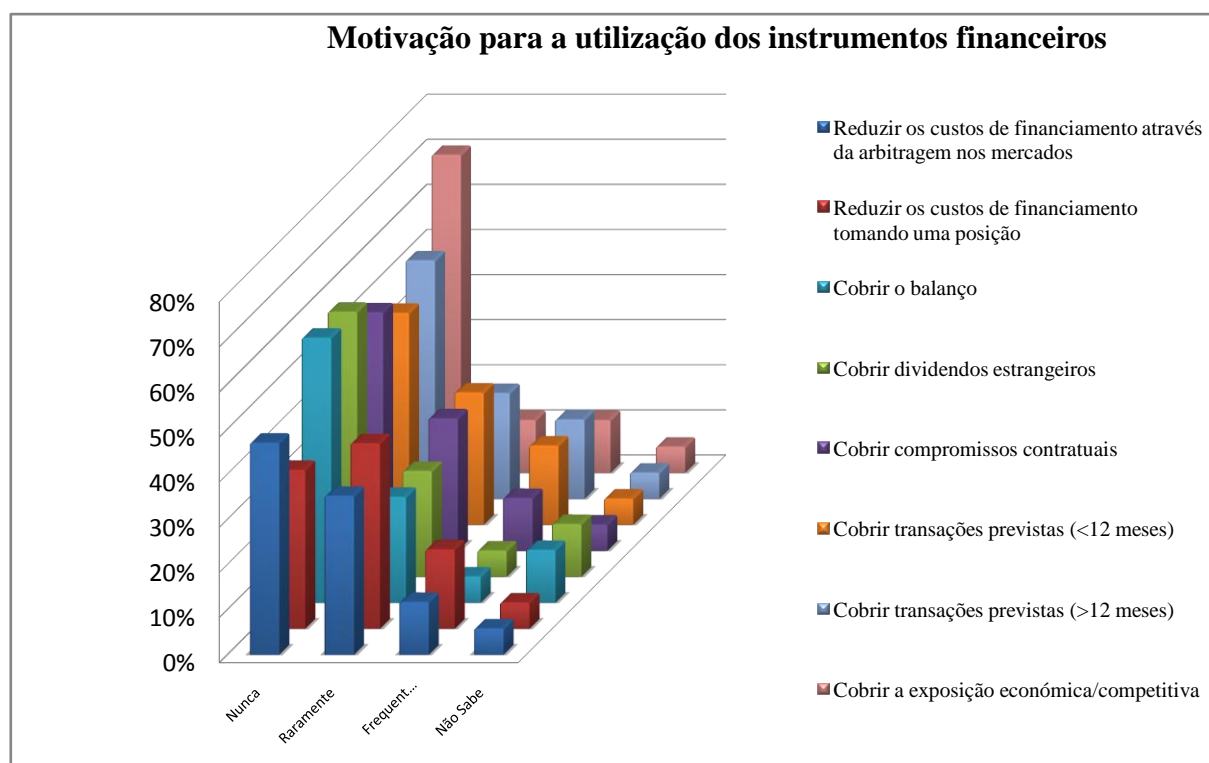


Gráfico 6 - Motivação para a utilização dos instrumentos financeiros

Em média, 13% das empresas refere usar, frequentemente, instrumentos financeiros e a maioria fá-lo para reduzir os custos de financiamento, quer através da arbitragem de mercados, quer através da tomada de posição e para cobrir transações previstas. Das empresas que referem utilizar raramente os instrumentos financeiros, 35% indica que os utiliza com o propósito de reduzir os custos de financiamento através da arbitragem de mercados e 41% utiliza os instrumentos também com a finalidade de reduzir os custos de financiamento mas através da tomada de posição. Os resultados revelam, ainda, que em média 24% das empresas utiliza raramente os instrumentos financeiros para atingir os restantes objetivos. Mais de 70% nunca utiliza os instrumentos financeiros para cobrir a exposição económica/competitiva.

Bodnar et al. (1995) refere que 80% das empresas norte americanas inquiridas utilizam os derivados para cobrir os seus compromissos contratuais e que a maioria destas o faz frequentemente enquanto que apenas 44% destas empresas utilizam os derivados para cobrir o balanço.

Na questão 7 apresentam-se três dos principais objetivos da gestão do risco e solicita-se que indiquem o grau de importância atribuído a cada um destes. No gráfico 7 pode observar-se que a minimização das flutuações nos *cash-flows* reais e as flutuações nos ganhos reportados trimestralmente assumem maior importância, com 24% das empresas a considerarem estes objetivos como mais importantes e 47% como importantes. Também estes resultados são consistentes com os apresentados por Bodnar et al. (1995), sendo que 67% das empresas inquiridas no estudo dos autores referem a minimização das flutuações dos *cash-flows* como o objetivo mais importante da gestão do risco. A proteção dos dados do balanço configura-se como o objetivo menos relevante à semelhança do já referido estudo de Bodnar et al. (1995), com 29% das empresas a considerarem este objetivo como não sendo importante.

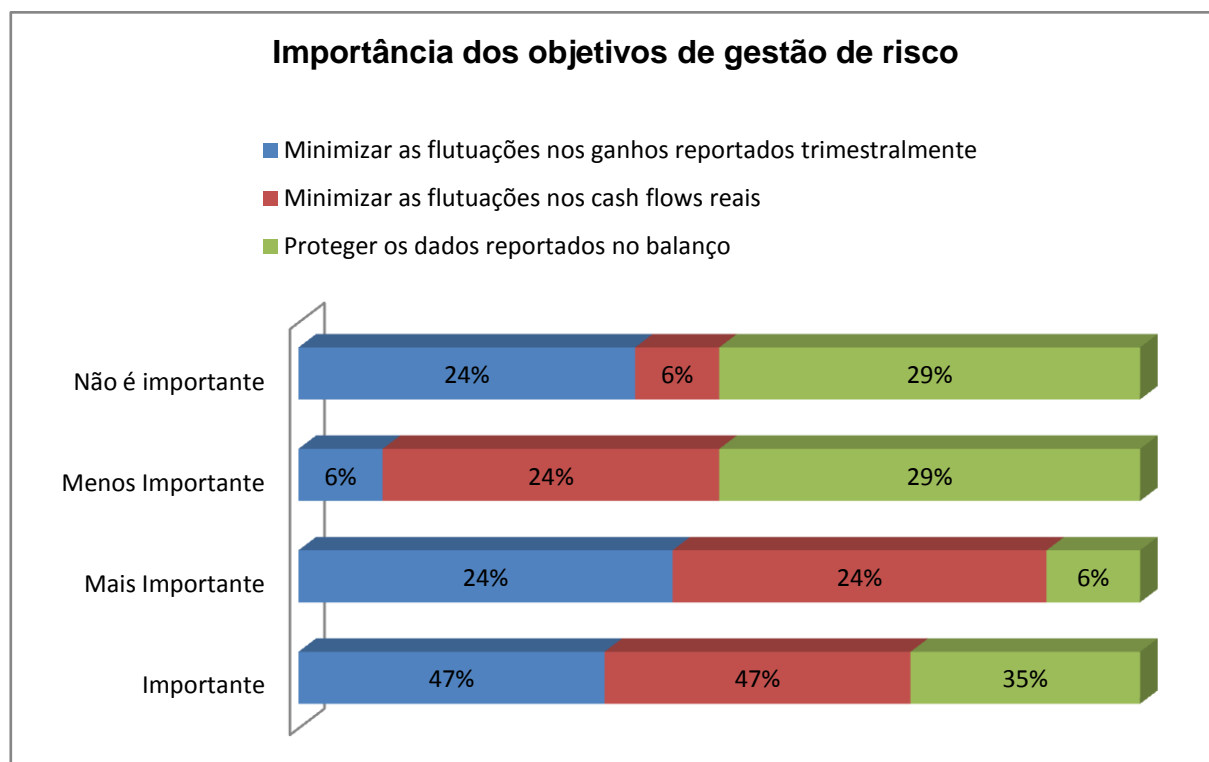


Gráfico 7 - Importância dos objetivos da gestão do risco

Com a questão 8 foi possível determinar que 41% das empresas utilizam *Swaps* para gerir a exposição decorrente dos *cash-flows* esperados, 11% utiliza *forwards* e futuros para gerir esta exposição e 35% das empresas referem não fazer a gestão da mesma exposição.

Solicitou-se às empresas, na questão 9, que indicassem o nível de preocupação com a utilização de instrumentos financeiros derivados relacionados

com alguns fatores, nomeadamente: risco de crédito; tratamento contabilístico; custos de transação; risco de liquidez; falta de conhecimento acerca de derivados na empresa; e dificuldade em perceber a exposição a que a empresa está sujeita. Em média, 26% das empresas referem não ter qualquer preocupação com estes fatores. Para uma média de 33% das empresas, existe uma preocupação moderada com estes fatores, com ênfase para o risco de liquidez e a falta de conhecimento acerca de derivados na empresa. No entanto, 35% das mesmas demonstra uma preocupação elevada com o tratamento contabilístico destes instrumentos (gráfico 8), tal como acontece com as empresas norte americanas a que se refere o estudo de Bodnar et al. (1995), em que 26% destas atribuem uma importância elevada a esta preocupação e 38% indicam ter uma preocupação moderada com o tratamento contabilístico dos instrumentos derivados. No entanto, este estudo constata que a maior preocupação de cerca de 50% destas empresas se prende com os riscos de crédito e de liquidez.

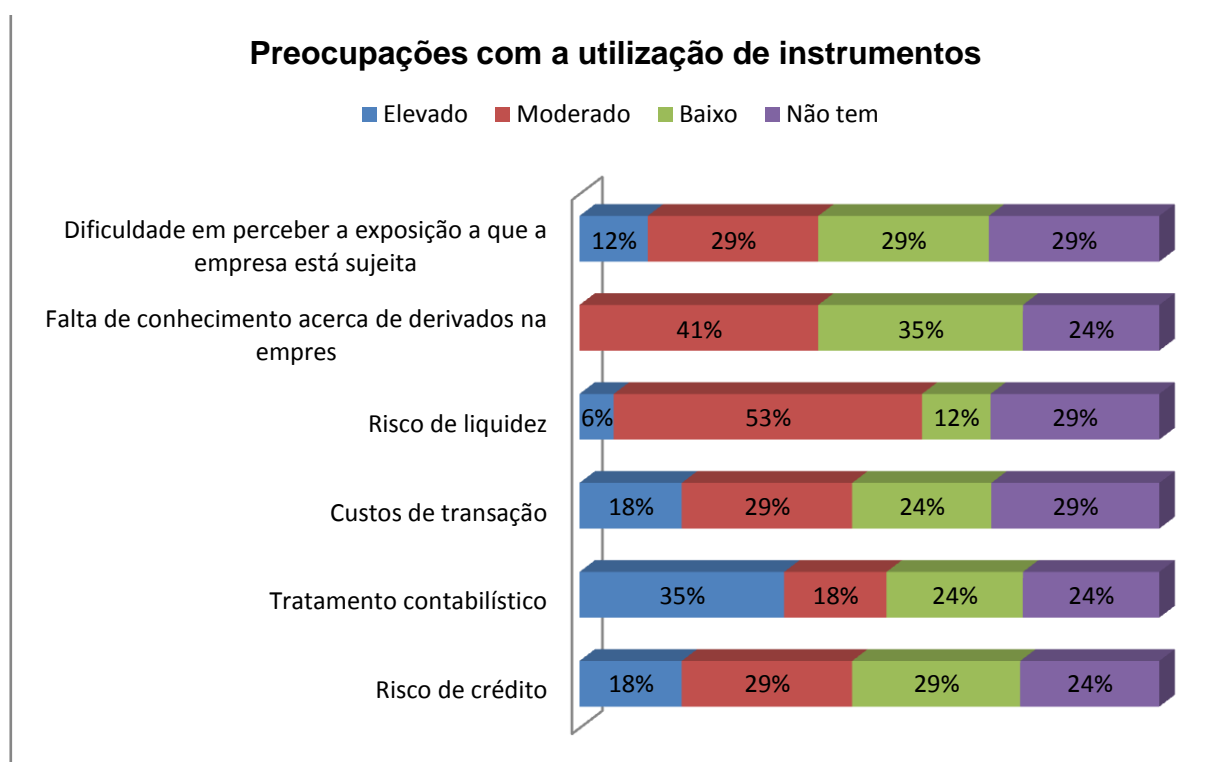


Gráfico 8 - Preocupações com a utilização de instrumentos financeiros

Relativamente às instituições financeiras que atuam como contraparte na negociação de instrumentos derivados, foi pedido às empresas que indicassem, de acordo com as tipologias de instituições apresentadas, quais destas eram

contrapartes e se eram contrapartes primárias ou secundárias. Denota-se, neste sentido, que os bancos comerciais e de investimento são os mais relevantes e considerados como contrapartes primárias por 82% e 52% das empresas inquiridas. As seguradoras e corretores são utilizados como fonte secundária de instrumentos financeiros por 11% das empresas, sendo que a maioria destas (89%) não utiliza de todas estas instituições como contraparte.

Quando questionados acerca da cotação mais baixa da contraparte com que negociam, 35% das empresas referiram não saber, sendo que das restantes empresas, 44% negociam com contrapartes de notação de *rating* AA ou AAA tanto para maturidades inferiores quanto superiores a 12 meses.

O gráfico 9 apresenta a distribuição das respostas à questão 12 que visava aferir se a empresa teria alguma vez sofrido um *default* devido a um contrato de derivados. Tal como é possível determinar através dos dados apresentados, 76% das empresas indica nunca ter sofrido um *default* relacionado com um contrato de derivados e 12% referem ter sofrido pelo menos um *default*, as restantes indicaram não ter conhecimento de alguma situação de *default*.

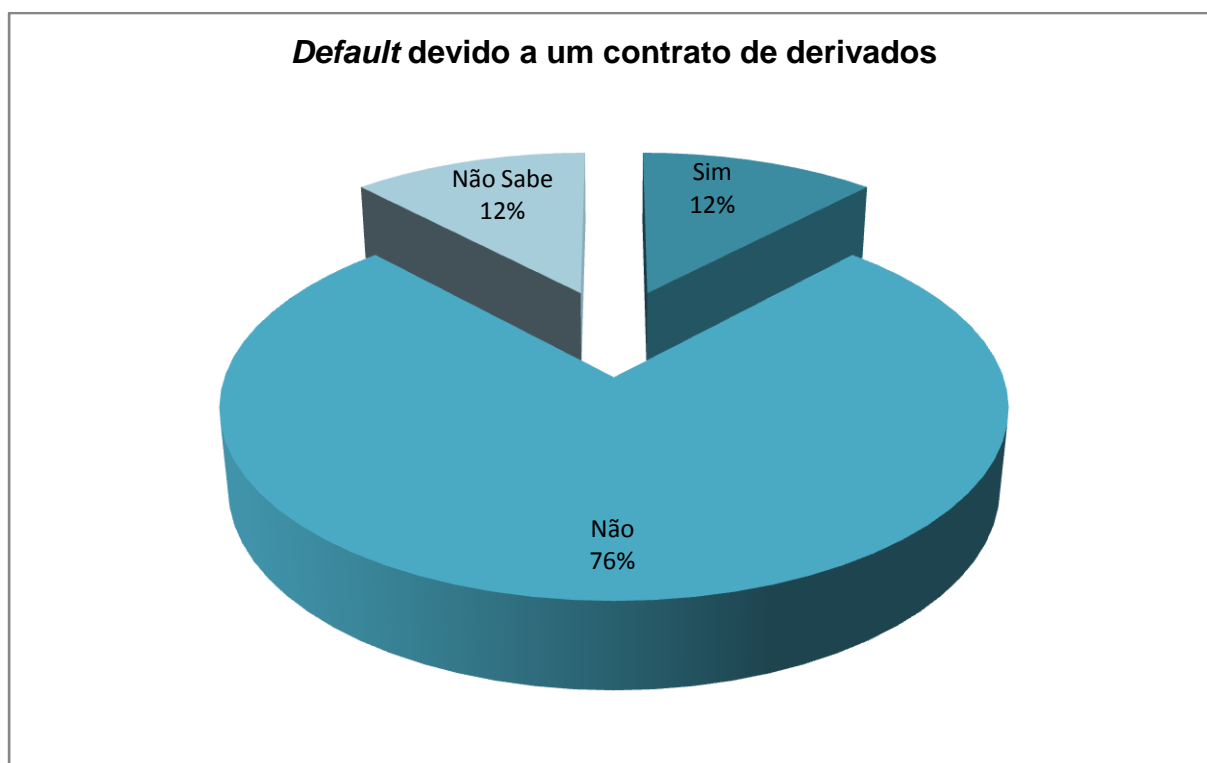


Gráfico 9 - *Default* devido a um contrato de derivados

Bodnar et al. (1995) referem que os *softwares*, que permitem determinar os custos dos instrumentos financeiros derivados e fazer a gestão da sua utilização, têm sido até à presente data de uso quase exclusivo por parte das empresas dedicadas à transação (venda) dos referidos instrumentos. No sentido de determinar até que ponto as empresas que utilizam derivados dispõem deste tipo de *software* e que nível de confiança depositam no mesmo, nas questões 13 e 14, solicitou-se às empresas que indicassem se utilizam algum tipo de *software* para o referido efeito. Assim, como pode ser verificado no gráfico 10, no que respeita ao cálculo do custo dos *swaps*, 53% das empresas que usam estes derivados afirma utilizar um *software* para apurar o custo destes instrumentos, 41% não utiliza qualquer *software* e 6% refere não saber se um *software* é utilizado pela empresa com esta finalidade; relativamente ao cálculo dos custos das opções, 24% das empresas inquiridas indica utilizar um *software* com este propósito, 71% não utiliza e 6% não sabe se é utilizado um *software* para o cálculo destes instrumentos. Quanto às restantes empresas, estas não utilizam qualquer *software* com esta finalidade. Das empresas que utilizam um *software* dedicado, a maioria (53%) deposita maior confiança na folha de cálculo e nos sistemas desenvolvidos internamente enquanto que os sistemas adquiridos a terceiros são os que merecem menos confiança por parte das empresas, tal como acontece com as empresas no estudo de Bodnar et al. (1995).

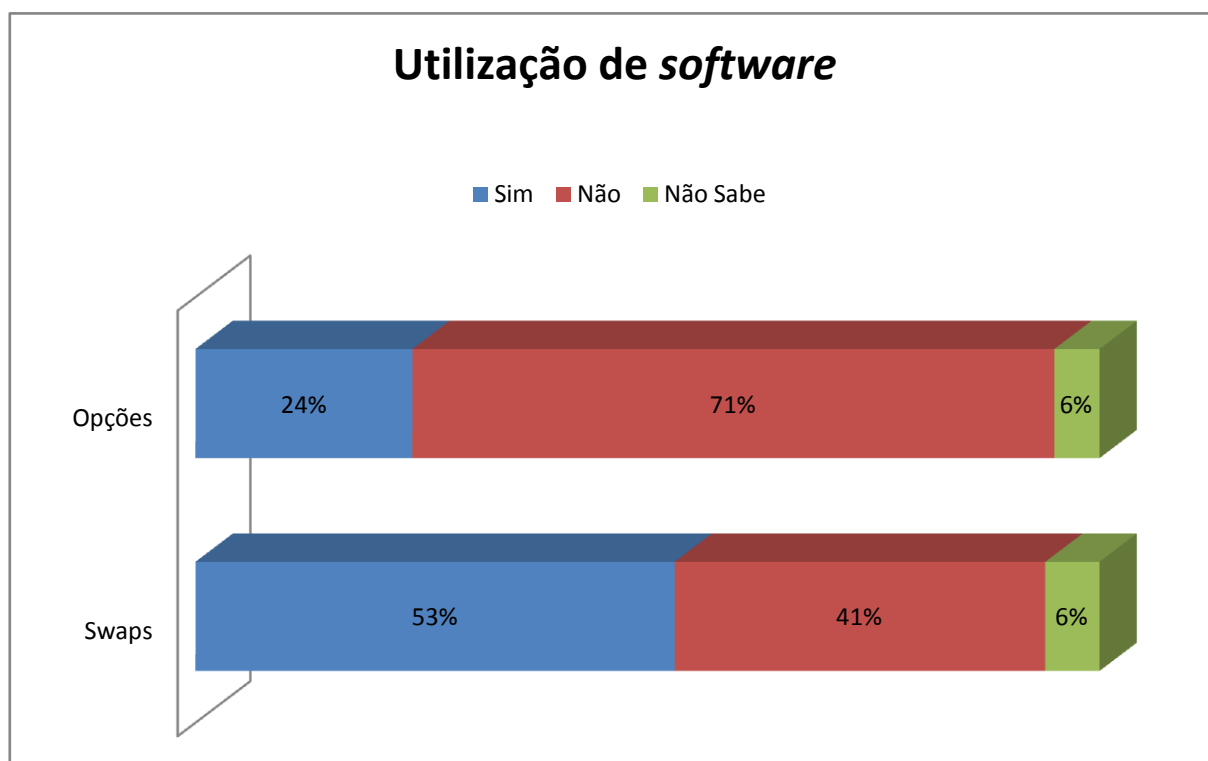


Gráfico 10 - Utilização de software para calcular os custos de instrumentos derivados

A última questão visava determinar a frequência com que a atividade dos derivados é reportada à direção da empresa e constatou-se (gráfico 11) que a maioria das empresas (53%) o faz mensalmente, e 29% trimestralmente, contrariamente às empresas do estudo de Bodnar et al. (1995) que não têm definido nenhum período específico para reportar esta informação.

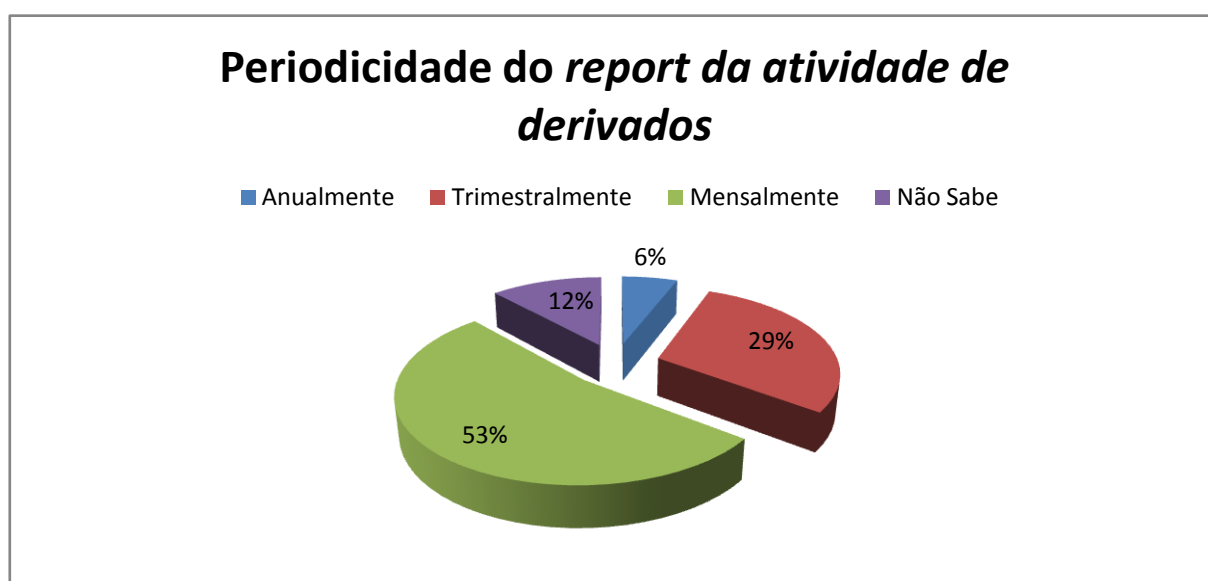


Gráfico 11 - Periodicidade do *report* da atividade de derivados

6. ANÁLISE ESTATÍSTICA

Neste capítulo, apresentam-se os resultados da análise estatística efetuada aos dados recolhidos através do questionário.

6.1. CORRELAÇÃO ENTRE O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO E O TIPO DE DERIVADOS UTILIZADOS

Efetuuou-se uma análise às correlações entre as variáveis “processo de tomada de decisão” e “tipo de derivados utilizados” tendo por base os dados apresentados na tabela que se segue:

	<i>Forwards OTC</i>	<i>Exchange traded futures</i>	<i>Swaps</i>	<i>OTC Options</i>	<i>Exchange traded options</i>
Política de Gestão do Risco Centralizada	,278	,169	-,075	,154	,126
Estratégia de Gestão do Risco Centralizada	,063	,014	,048	-,263	-,620**
Execução da Gestão do Risco Centralizada	,063	,014	,048	-,263	-,620**
Política de Gestão do Risco Descentralizada	-,323	-,213	,093	-,194	-,157
Estratégia de Gestão do Risco Descentralizada	-,111	-,073	-,024	,225	,607*
Execução da Gestão do Risco Descentralizada	-,323	-,213	,093	-,194	-,157

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 asteriscos).

**. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 asteriscos).

Tabela 1 – Matriz da Correlação de Pearson entre as variáveis: processo de tomada de decisão e tipo de derivados utilizados

Analisando a tabela acima, podemos constatar a existência de uma correlação negativa significativa entre as variáveis “Estratégia de Gestão do Risco Centralizada” e a “Execução da Gestão do Risco Centralizada” e a utilização de *Exchange Traded Options*. Entende-se, portanto, que no que respeita às decisões acerca de que instrumentos utilizar (Estratégia de Gestão do Risco) e quando efetuar as transações (Execução da Gestão do Risco), sempre que estas decisões são tomadas de forma centralizada, existe uma tendência a evitar a utilização de *Exchange Traded Options*. Considerando que a correlação positiva mais significativa existe entre as variáveis “Estratégia de Gestão do Risco Descentralizada” e os mesmos instrumentos financeiros, indica que as *Exchange Traded Options* são utilizadas com maior frequência sempre que a decisão de que instrumentos utilizar na cobertura de risco é feita de forma descentralizada.

6.2.CORRELAÇÃO ENTRE OS OBJETIVOS DA COBERTURA DE RISCO E O TIPO DE DERIVADOS UTILIZADOS

Com esta análise, pretende-se determinar se existe alguma relação entre os objetivos indicados pelas empresas como sendo aqueles que pretendem atingir com a cobertura de risco e os instrumentos derivados utilizados para essa cobertura. Uma vez que no questionário, para cada um dos instrumentos derivados indicados, era possível referir qual o objetivo da sua utilização, optou-se por efetuar um cruzamento de dados e relacionar, não só os objetivos da cobertura com os instrumentos utilizados, mas também com a finalidade com que estes eram utilizados, tal como se pode observar na tabela 2:

	Minimização das Flutuações dos ganhos Reportados trimestralmente	Minimizar as flutuações nos cash flows reais	Proteger os dados reportados no balanço
FWD Exp. FX	-,027	-,076	-,571*
FWD Exp. Taxa de Juro	-,150	,057	-,073
ETF Exp. FX	-,168	-,145	-,303
ETF Exp. Preços dos Bens	-,012	,290	,095
ETF Exp. Mercados Capitais	-,219	-,229	-,308
OTCO Exp. FX	-,012	,031	-,107
OTCO Exp. Taxa de Juro	-,219	-,229	-,308
OTCO Exp. Preços dos Bens	-,219	-,229	-,308
ETO Exp. FX	-,012	,031	-,107
ETO Exp. Taxa de Juro	-,219	-,229	-,308
SWP Exp. FX	-,012	,031	-,107
SWP Exp. Taxa de Juro	,370	,364	,236
SWP Exp. Mercados Capitais	-,219	-,229	-,308

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Tabela 2 – Matriz da Correlação de Pearson entre as variáveis: objetivos da cobertura de risco e instrumentos utilizados

Existe uma forte correlação negativa entre a variável “Proteger os dados reportados no balanço” e “Utilização de *Forwards* para gerir a exposição às taxas de câmbio” de onde se observa que a utilização de *forwards* não é uma prática corrente para a empresa atingir este objetivo, ou seja que a utilização de *forwards* cambiais é feita por outras razões que não a proteção de dados no balanço.

CONCLUSÃO

A gestão do risco, mais especificamente a utilização de produtos derivados enquanto instrumentos desta gestão, tem sido alvo de investigação e foco de diversos estudos empíricos. Estes estudos têm sido realizados a nível mundial, com muito pouco enfoque na situação das empresas nacionais no que respeita à utilização de instrumentos derivados.

O objetivo principal deste trabalho foi a identificação do nível de utilização de instrumentos derivados pelas maiores empresas portuguesas, ao mesmo tempo que tentamos aferir os objetivos que as empresas utilizadoras visam cumprir com a utilização dos mesmos, preocupações com a sua utilização, a motivação para a utilização de cada tipo de instrumento, bem como as razões para a não utilização por parte de algumas dessas empresas.

A partir dos dados recolhidos, é possível determinar que, em média, a taxa de utilização de produtos derivados pelas 1000 maiores empresas nacionais (em termos de volume de negócios), que responderam ao questionário, se centra nos 28%, o que vai de encontro às taxas de utilização referidas noutros estudos abordados. Os motivos para a não utilização são sobretudo a perceção pelas empresas de um nível de exposição ao risco insuficiente e a gestão da exposição ao risco ser feita através de outros instrumentos.

No que respeita aos objetivos das empresas que usam derivados, as mesmas pretendem com a utilização dos produtos derivados, principalmente, gerir a sua exposição ao risco das taxas de juro e fazem-no em grande parte utilizando *Swaps de Taxa de Juro*.

A análise estatística efetuada aos dados recolhidos através de questionário permitiram determinar uma correlação negativa entre as tomadas de decisão de forma centralizada (no que respeita à estratégia e à execução da gestão do risco) e a utilização de *Exchange Traded Options*, significando que no que respeita às decisões acerca de que instrumentos utilizar e quando efetuar as transações sempre que estas decisões são tomadas de forma centralizada, existe uma tendência de evitar a utilização de *Exchange Traded Options*.

A realização deste trabalho, embora venha preencher algumas lacunas na informação sobre a importância que as maiores empresas portuguesas atribuem aos produtos derivados, apresenta algumas limitações que futuras investigações poderiam tentar colmatar.

Num desses pontos, seria importante aumentar o número de empresas respondentes, aumentando desta forma a significância estatística de muitas das análises produzidas; com efeito, foram necessários vários contactos para atingir o nível de respostas apresentado. Esta dificuldade está relacionada com o facto de em grande parte dos casos não ser possível fazer chegar o questionário à pessoa com a informação e também com o tipo de informação necessária que por ser considerada de natureza confidencial pode ter causado reticência por parte dos responsáveis em disponibilizá-la apesar das garantias de confidencialidade.

Por outro lado, seria fundamental criar novas vagas do inquérito, tornando-o regular no tempo, permitindo dessa forma a criação de uma base de dados em painel que fosse possível ligar a uma base de dados económico-financeira de forma a estabelecerem-se análises mais eficazes de causalidade entre a adoção de instrumentos derivados e a performance empresarial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1000 Maiores Empresas. **Diário Económico**. Nº 5814 (3 dez. 2013).

ALLAYANNIS, George; WESTON, James P. – The use of foreign currency derivatives and firm market value. **The Review of Financial Studies**. Vol. 14, Nº 1 (2001), p. 243-276.

ARETZ, Kevin; BARTRAM, Söhnke; DUFEY, Gunter - Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications. **The Journal of Risk Finance**. Nº 5 (2007), p. 434-449.

BARTRAM, Sönke M.; BROWN, Gregory W.; CONRAD, Jennifer - The effects of derivatives on firm risk and value. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**. Vol. 46, Nº 4 (2011), p. 967-999.

BERNSTEIN, Peter L. - **Against the gods: the remarkable story of risk**. New York: John Wiley and Sons, 1996.

BODNAR, Gordon M.; GEBHARDT, Günther - Derivatives usage in risk management by US and German non-financial firms: a comparative survey. **Journal of International Financial Management and Accounting**. Vol. 10, Nº 3 (1999), p. 154-187.

BODNAR, Gregory S. Hayt [et al.] - Wharton survey of derivatives usage by U.S. non-financial firms. **Financial Management**. Nº 24 (1995), p. 104-114.

BÚA, Milagros [et al.] - Is value creation consistent with currency hedging? **The European Journal of Finance**. (2013).

DAMODARAN, Aswath - **Strategic risk taking: a framework for risk management**. New Jersey: Wharton School Publishing, 2008.

FROOT, Kenneth A.; SCHARFSTEIN, David S.; STEIN, Jeremy C. - Risk management: coordinating investment and financing policies. **The Journal of Finance**. Vol. XLVIII, Nº 5 (1993) p. 1629-1658.

GÉCZY, Cristopher; MINTON, Bernadette A.; SCHRAND, Catherine - Why firms use currency derivatives. **The Journal of Finance**. Vol. LII, Nº 4 (1997), p. 1323-1354.

HAUBRICH, Joseph G. - **Risk management and financial crises**. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland, 2001.

HAUSHALTER, G. David - Financing policy, basis risk, and corporate hedging: evidence from oil and gas producers. **The Journal of Finance**. Nº55 (2000), p. 107-152.

HOLTON, Glyn A. - Defining risk. **Financial Analysts Journal**. Vol. 60, Nº 6 (2004), p. 19-24.

KNIGHT, Frank. - **Risk, uncertainty and profit**. Boston: Houghton Mifflin Company, 1921.

KOLB, Robert W.; OVERDAHL, James A. – **Futures, Options and Swaps**. Malden: Blackwell Publishing, 2007. ISBN 978-1-4051-5049-1

LLEO, Sébastien - **Risk managent: a review**. London: The Research Foundation of CFA Insitute, 2009.

NANCE, Deana [et al.] - On the determinants of corporate hedging. **The Journal of Finance**. Vol. XLVIII, Nº 1 (1993), p. 267-284.

NOCCO, Brian W.; STULZ, René M. - Enterprise risk management: theory and practice. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol.18, Nº4 (2006), p. 8-20.

PINHO, Carlos; SOARES, Isabel – **Finanças: mercados e instrumentos**. Lisboa: Sílabo, 2008. ISBN 978-972-618-507-9.

PORTHIN, Markus - **Advanced Case Studies in Risk Management**. Espoo: Helsinki University of Technology, 2004. Dissertação de Mestrado.

RAMPINI, Adriano; SUFI, Amir; VISWANATHAN, S. – Dynamic Risk Management. **Journal of Financial Economics**. Vol. 111 (2014), p. 271-296.

SILVA, José M. S. Benzinho da; DIAS, José Carlos G. - **A survey into the use of derivatives by non-financial Portuguese firms**. Coimbra: ISCAC, 2000.

SMITHSON, Charles; SIMKINS, Betty - Does risk management add value? A survey of the evidence. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 17, Nº 3 . (2005), p.8-17.

STULZ, René – Optimal hedging policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Vol. 19, Nº 2 (1984), p. 127-140.

STULZ, René - Rethinking risk management. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol. 9, Nº 3 (1996), p. 8-24.

STULZ, René - Mastering risk 1: Diminishing the threats to shareholder wealth. **Financial Times**. (25 abr. 2000).

STULZ, René - Mastering risk 10: Why risk management is not rocket science. **Financial Times**. (27 jun. 2000).

STULZ, René – Demystifying financial derivatives. **The Milken Institute Review**. (jul.- set. 2005), p. 20-31.

TELLER, Juliane; KOCK, Alexander - An empirical investigation on how portfolio risk management influences project portfolio success. **International Journal of Project Management**. Vol. 31 (2013), 817-829.

ANEXOS

ANEXO A – QUESTIONÁRIO

1 - A empresa onde tem funções já efetuou transacções de instrumentos derivados (forwards, futuros, opções ou *swaps*)? *

- ☐ Sim
☐ Não

2 - Indique por favor o CAE ou o setor de atividade da empresa. *

3 - Se na questão anterior indicou que a sua empresa não efetua transacções de instrumentos derivados, indique qual o(s) motivo(s) por que não o faz. *

- ☐ Exposição insuficiente
☐ Exposição gerida através de outros instrumentos
☐ Dificuldades na avaliação da exposição e/ou dos instrumentos
☐ Custos superiores aos potenciais benefícios
☐ Preocupações com a perceção da utilização de instrumentos derivados
☐ Tratamento contabilístico
☐ Outros

3 - De que forma caracteriza o processo de tomada de decisão nas seguintes áreas? *

	Centralizada	Descentralizada	Não sabe
Política de Gestão do Risco (que riscos cobrir e porquê)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Estratégia de Gestão do Risco (que instrumentos utilizar)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Execução da Gestão do Risco (quando efetuar as transacções)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	

4 - Que tipo de derivados utiliza para gerir a exposição da empresa ao risco financeiro? *

Indique todas as respostas que se adequem

	Para gerir a exposição FX	Para gerir a exposição às taxas de juro	Para gerir a exposição aos preços dos bens	Para gerir a exposição nos mercados de capitais	Não utiliza
Forwards OTC	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Exchange traded futures	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Swaps	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
OTC Options	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Exchange traded options	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

5 - Com que frequência a empresa utiliza derivativos para: *

	Frequentemente	Raramente	Nunca	Não sabe
Reduzir os custos de financiamento através da arbitragem nos mercados	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Reduzir os custos de financiamento tomando uma posição	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cobrir o balanço	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cobrir dividendos estrangeiros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cobrir compromissos contratuais	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cobrir transações previstas (<12 meses)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

	Frequentement e	Rarament e	Nunc a	Não sabe
Cobrir transações previstas (>12 meses)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Cobrir a exposição económica/competitiva	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

6 - Se na questão anterior indicou que a sua empresa utiliza derivados para cobrir o risco, indique qual o objetivo que a sua empresa pretende atingir com esta cobertura. *

Assinale os objetivos apresentados segundo a sua importância.

	Mais importante	Importante	Menos importante	Não é importante
Minimizar as flutuações nos ganhos reportados trimestralmente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Minimizar as flutuações nos cash flows reais	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Proteger os dados reportados no balanço	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

7 - Que instrumento(s) utiliza para gerir a exposição decorrente dos cash flows esperados? *

- ☐ Forwards e futuros
- ☐ Opções
- ☐ Swaps
- ☐ Não faz gestão da exposição

8 - Que preocupações tem com a utilização de derivados? *

Indique o nível de preocupação para cada um.

	Não tem preocupação	Baixo	Moderado	Elevado
Risco de crédito	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

	Não tem preocupação	Baixo	Moderado	Elevado
Tratamento contabilístico	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Custos de transação	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Risco de liquidez	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Falta de conhecimento acerca de derivados na empresa	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dificuldade em perceber a exposição a que a empresa está sujeita	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

9 - Qual é a cotação mais baixa da contraparte com que negocia? *

	AAA	AA	A	BBB	Abaixo de BBB	Não sabe
Maturidades de 12 meses ou menos	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Maturidades superiores a 12 meses	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

10 - Indique se alguma das seguintes instituições financeiras é uma contraparte principal, secundária ou não é contraparte na negociação de instrumentos derivados. *

	Primária	Secundária	Não é uma fonte
Bancos comerciais	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bancos de investimento	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Seguradoras	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Corretores	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Outros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

11 - A sua empresa sofreu alguma vez um *default* devido a um contrato de derivados? *

- ☐ Sim
- ☐ Não
- ☐ Não sabe

12 - Utiliza um software para determinar os custos dos seguintes derivados? *

	Sim	Não	Não sabe
Swaps	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Opções	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

13 - Que software(s) utiliza para fazer a gestão da atividade dos derivados? *

Indique o grau de confiança para cada um

	Alto	Moderado	Nenhum/baixo	Não sabe
Folha de cálculo	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Software de derivados adquirido a terceiros	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sistemas desenvolvidos internamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

14 - Com que frequência a atividade dos derivados é reportada à direção da empresa? *

- ☐ Mensalmente
- ☐ Trimestralmente
- ☐ Anualmente
- ☐ Não tem calendarização definida
- ☐ Não sabe